



Les déterminants des investissements des salariés dans les FCPE d'actionnariat salarié

Nicolas Aubert

► To cite this version:

Nicolas Aubert. Les déterminants des investissements des salariés dans les FCPE d'actionnariat salarié. Economies et finances. Aix Marseille Université, 2007. Français. NNT : . tel-01256798

HAL Id: tel-01256798

<https://shs.hal.science/tel-01256798>

Submitted on 15 Jan 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITE PAUL CEZANNE, AIX MARSEILLE III

INSTITUT D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES

Ecole Doctorale des Sciences Economiques et de Gestion d'Aix Marseille

Centre d'Etudes et de Recherche sur les Organisations et la Gestion

**LES DETERMINANTS DES INVESTISSEMENTS
DES SALAIRES DANS
LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT D'ENTREPRISE
D'ACTIONNARIAT SALARIE**

Thèse pour l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion

Soutenue publiquement le 19 juin 2007

Nicolas AUBERT

JURY

Directeur de recherche : **Monsieur Bernard GRAND**
Professeur, IAE d'Aix-en-Provence, Université Paul Cézanne

Rapporteurs : **Monsieur Philippe DESBRIERES**
Professeur, IAE de Dijon, Université de Bourgogne

Monsieur Michel LEVASSEUR
Professeur, ESA de Lille, Université Lille II

Suffragants : **Monsieur Patrick ROUSSEAU**
Professeur, IAE d'Aix-en-Provence, Université Paul Cézanne

Monsieur Lionel TOURTIER
Délégué général, FONDACT

« L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs ».

à Katty et Thomas

Remerciements

Le soutien dont ce travail de recherche a fait l'objet de la part de plusieurs personnes et institutions lui donne une dimension collective qu'il est juste de souligner.

Mes remerciements s'adressent tout d'abord à mon directeur de thèse, le Professeur Grand. Son exigence et sa disponibilité m'ont permis de progresser dans mon travail, souvent au-delà de limites que je croyais avoir atteintes. Son soutien a toujours été inconditionnel dans toutes les démarches que j'ai entreprises au cours de mon cursus doctoral.

Je remercie par ailleurs les Professeurs Desbrières et Levasseur qui ont accepté d'évaluer ce travail de recherche. Je remercie également Monsieur Tourtier qui a accepté de siéger dans le jury d'évaluation de ce travail doctoral.

Mes remerciements se dirigent également vers les Professeurs Rousseau, Lapied et Chandon. Les Professeurs Rousseau et Lapied m'ont permis de définir le modèle théorique. Les enseignements et les conseils du Professeur Chandon m'ont aidé à réaliser les analyses de données quantitatives.

Grâce au soutien de la FNEGE, j'ai pu participer au programme CEFAG et bénéficier du support méthodologique de ces ateliers et de ses participants de la promotion 2004. Ce programme m'a aussi permis de rencontrer les Professeurs Joseph Blasi et Douglas Kruse. Leurs conseils ont contribué à orienter mes recherches. En acceptant de m'accueillir, ils m'ont transmis leur passion communicative de leur principal thème de recherche, l'actionnariat salarié. Ce même thème de recherche m'a permis de côtoyer Eric Kaarsemaker, Marco Caramelli et Xavier Hollandts. Je les remercie de leurs remarques et conseils.

Durant trois années, j'ai bénéficié d'une bourse doctorale attribuée par la région Provence Alpes Côtes d'Azur grâce à un partenariat avec l'Association de Défense des Salariés Actionnaires du Crédit Agricole (ADSACA). Cette coopération m'a permis de découvrir et de comprendre les réalités de l'actionnariat salarié. Je remercie pour cela le conseil d'administration de l'ADSACA, Messieurs Lignon, Aubert, Pujol, Bornaghi, Dréan et Madame Sias.

Je remercie mes collègues chercheurs du CEROG, du CESMAP et du CEFAG, et plus particulièrement Radhouane.

Au cours de cette recherche, le soutien de ma famille et de mes amis a été sans faille. Leurs encouragements et leur confiance n'ont jamais faibli. Je remercie en particulier mon épouse Katty, mon fils Thomas, mes parents Marie-José et Jean-Claude, mes grand-mères Amparre et Odette, Nitin et Anne-Laure. Je leur suis en particulier reconnaissant de leurs relectures attentives.

Sommaire

INTRODUCTION.....	12
CHAPITRE INTRODUCTIF : L'ACTIONNARIAT SALARIE EN FRANCE	22
PREMIERE PARTIE : ANALYSE THEORIQUE : ACTIONNARIAT SALARIE, CHOIX ET INCITATION DES SALARIES, EFFETS POUR L'ENTREPRISE	40
CHAPITRE PREMIER : L'ACTIONNARIAT SALARIE : MECANISMES D'INCITATIONS ET EFFETS SUR LES ATTITUDES AU TRAVAIL DES SALARIES	44
CHAPITRE DEUXIEME : LES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE POUR L'ENTREPRISE.....	74
CHAPITRE TROISIEME : SOUS-DIVERSIFICATION ET DETERMINANTS DES CHOIX DES SALARIES POUR L'ACTIONNARIAT SALARIE	100
CHAPITRE QUATRIEME : DETERMINATION DU MONTANT OPTIMAL D'ACTIONNARIAT SALARIE EN SITUATION D'INFORMATION IMPARFAITE.....	124
SECONDE PARTIE : ETUDES EMPIRIQUES	150
CHAPITRE CINQUIEME : ETUDE EXPLORATOIRE QUALITATIVE.....	154
CHAPITRE SIXIEME : FORMULATION DES HYPOTHESES DE RECHERCHE ET METHODOLOGIE DES ANALYSES QUANTITATIVES	216
CHAPITRE SEPTIEME : RESULTATS DES ANALYSES QUANTITATIVES : TROIS DIMENSIONS DE LA DECISION D'INVESTIR EN ACTIONNARIAT SALARIE	270
CHAPITRE HUITIEME : DISCUSSION DES RESULTATS	306
CONCLUSION	330
BIBLIOGRAPHIE	344
LISTE DES TABLEAUX	356
LISTE DES FIGURES	360
ANNEXES	362
TABLE DES MATIERES.....	402

Introduction

Introduction

La distinction entre Capital et Travail est à l'origine de nombreux développements de la pensée politique contemporaine. Loin de promettre une fin de l'histoire qui consacrerait cette opposition séculaire entre Capital et Travail, certains mécanismes – fruits des mutations d'un système capitaliste protéiforme – tendraient à les réconcilier. Transférer une partie de la propriété du capital aux salariés est sans aucun doute le moyen le plus radical de mêler les deux facteurs de production. L'actionnariat salarié recouvre plusieurs réalités. La détention directe d'actions de son entreprise par un salarié au travers d'un compte titres individuel ouvert dans un établissement financier, l'appartenance à une coopérative de production ou encore la possession d'options d'achat d'actions sont autant de moyens d'être actionnaire salarié en France. Notre recherche exclut tout d'abord le mécanisme des options d'achat d'actions qui correspond à une problématique différente d'incitation du personnel dirigeant d'une entreprise. Nous nous intéressons à l'actionnariat salarié lorsqu'il concerne la majorité ou la totalité du personnel de l'entreprise. Nous excluons par ailleurs les études réalisées sur les coopératives qui sont le plus souvent caractérisées par une forme juridique très particulière. Ces précisions nous conduisent à nous focaliser sur la participation au capital du personnel dirigeant ou non dirigeant dans les sociétés commerciales. Cette délimitation du thème de notre recherche nous amène à une distinction entre deux formes de détention de l'actionnariat salarié : la détention directe ou individuelle et la détention indirecte ou collective. La première possibilité a été mentionnée ci-dessus. Elle consiste à détenir des actions au travers d'un compte titres individuel. La seconde permet de bénéficier de l'ensemble des avantages attachés à cette forme d'épargne. En France, la détention collective se fait par le biais du Plan Epargne Entreprise (PEE). Cette dernière forme de détention de l'actionnariat salarié est la plus répandue.

En France, on désigne le plus souvent Charles De Gaulle comme l'instigateur de l'introduction des systèmes de participation financière. Voulue par lui, l'ordonnance du 7 janvier 1959 a pour « but de favoriser l'association ou l'intéressement des travailleurs à l'entreprise ». Dès 1942, à l'occasion d'un débat avec Jean Moulin sur la condition ouvrière, le thème avait été abordé. A Saint Etienne, le 16 avril 1948, De Gaulle évoque l'association du Capital au Travail dont la conséquence serait l'égalité des associés de l'entreprise et la disparition d'un patronat hégémonique. En 1968, ses propos concernant la participation financière font directement référence à la principale lutte idéologique qui marqua le XX^{ème}

siècle. Il évoque la perspective d'une troisième voie entre capitalisme et socialisme : « Il y a une troisième solution, c'est la participation [financière] qui, elle, change les conditions de l'homme au milieu de la civilisation moderne »¹. Héritier du catholicisme social, De Gaulle voyait sans doute dans la participation financière des salariés une voie médiane. Inspirée de ce principe, l'ordonnance de 1959 introduisit la participation aux bénéfices, au capital et à la gestion de l'entreprise. On attribue souvent à l'actionnariat salarié et plus largement à la participation financière des salariés la vertu d'harmoniser les intérêts des parties prenantes de l'entreprise. Réconcilier Capital et Travail grâce à l'actionnariat salarié est présenté comme une troisième voie conduisant à la prospérité. Les travaux de Weitzman (1984) défendent ce point de vue. Selon lui, la généralisation des systèmes de participation permet de limiter l'impact de la stagflation. La participation financière est alors présentée comme un outil de politique économique. Le rejet des idéologies dominantes de l'époque est à la source de l'inspiration gaullienne qui impulse l'actionnariat salarié en France. On trouve aussi les idées participatives dans la pensée ou les expériences des socialismes du XIX^{ème} siècle. Les phalanstères de Charles Fourier peuvent à certains égards être considérées comme les ancêtres des coopératives. Les idées de Pierre Joseph Proudhon, de Prosper Enfantin, de Saint-Simon et d'Adolphe Coste ont sans nul doute inspiré le législateur à chaque étape du processus qui a conduit à l'élaboration du système d'épargne salariale actuellement en vigueur. La législation de l'épargne salariale est bien le fruit d'un long processus toujours en cours d'élaboration. Cette réglementation est héritière d'une conception de la société souhaitant le rapprochement de forces en présence potentiellement conflictuelles. Plusieurs lois sont venues transformer le visage de l'épargne salariale ces dernières années² en France. Des règles régissant l'épargne salariale française résulte le mode de détention privilégié de l'actionnariat salarié en France. Le Plan d'Epargne Entreprise (PEE) offre la possibilité d'investir en actionnariat salarié. Ces investissements s'accompagnent d'incitations fiscales. Concernant l'actionnariat salarié, le rapport Godfrain & Cornut-Gentile (2005) proposaient notamment d' « améliorer la gouvernance en publiant le décret d'application de la loi de modernisation sociale relatif à la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration » (p. 63) et de « renforcer le poids des actionnaires salariés dans le capital des entreprises par l'édiction d'un seuil minimal obligatoire de 5 % pour les entreprises du CAC 40, dans un premier temps » (p. 63). Si les motivations de telles réformes peuvent être contestées – le patriotisme économique

¹De Gaulle C., *Conférence de presse*, septembre 1968.

²La loi du 19 Février 2001 sur l'épargne salariale, la loi du 21 août 2003 portant réforme des retraites et la loi du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié.

n'étant pas systématiquement l'argument d'une bonne gestion – leur entrée en vigueur peut être bénéfique sous réserve que l'actionnariat salarié s'accompagne bien des bienfaits que l'on met le plus souvent à son crédit. En terme de ressources humaines, l'actionnariat salarié permettrait d'améliorer les attitudes des salariés au travail et d'augmenter les performances des entreprises. Du fait d'une réglementation fiscale favorable, il permet des économies fiscales importantes pour les entreprises et leurs salariés. Son potentiel en matière de gouvernance est rarement sollicité. Mais la participation aux décisions qui pourrait accompagner le double statut d'actionnaire et de salarié ne se concrétise pas toujours. Pourtant, lors des rares occasions où il est convoqué par les acteurs habituels de la gouvernance, on constate qu'il peut aller jusqu'à mettre en échec la discipline des marchés³. La littérature sur le thème de l'actionnariat salarié est très riche. Elle est le fruit de décennies de recherche en gestion conduites par des chercheurs de plusieurs nationalités. Elle a mis en évidence les effets de l'actionnariat salarié tant pour les salariés que pour leur entreprise.

Malgré la richesse et l'abondance de la recherche sur l'actionnariat salarié, il est un thème dont elle a sans doute sous-estimé l'importance. Cette omission devait être durement rappelée par les faits lorsque le 2 décembre 2001, des milliers d'employés furent licenciés à la suite de la faillite de leur employeur : Enron. Une partie de l'avenir se trouvait par ailleurs hypothéquée par cette faillite retentissante. Dans sa chute, Enron n'avait pas uniquement entraîné les emplois de ses salariés. En effet, près de 60% des actifs du plan de retraite des salariés d'Enron étaient investis en actions de cette entreprise. Nous comprenons que la dimension négligée par les chercheurs fut celle du risque. Un récent article des plus importants contributeurs à la littérature sur l'actionnariat salarié en témoigne. Joseph R. Blasi et Douglas L. Kruse rappellent que « la recherche sur l'actionnariat salarié et la participation financière a le plus souvent ignoré ou minimisé la question du risque. C'est comme si les chercheurs dans ce domaine avaient été victimes d'amnésie à propos d'Enron ou de United Airlines en considérant que la question du risque ne posait pas de problème dans la plupart des cas et qu'ils pouvaient s'abstenir d'y apporter des réponses. (...) Cette négligence a duré des décennies alors que les risques excessifs de l'actionnariat salarié étaient la principale objection de certains économistes, chercheurs en sciences sociales et hommes politiques opposés à la diffusion de la participation financière et de l'actionnariat salarié »⁴. Une plus grande attention portée au risque aurait sans doute conclu à la nécessité de promouvoir la

³On retrouve ici une des motivations des réformes proposées par le rapport Godfrain et Cornut-Gentille (2005).

⁴Notre traduction de Blasi et Kruse (2006), p. 21.

diversification des risques. La mise en évidence et la formalisation des avantages de la diversification en gestion de portefeuille valut à Harry Markovitz le prix Nobel en 1990. Si l'investissement dans une seule valeur est déjà critiquable du point de vue de la théorie moderne du portefeuille, il l'est d'autant plus lorsqu'il s'accompagne d'un investissement conséquent en capital humain dans cette même valeur. Le triste exemple d'Enron en témoigne : l'actionnariat salarié met en effet en jeu l'épargne du salarié en cas de chute du cours et son emploi en cas de licenciement. Ces risques sont considérablement augmentés lorsque les investissements en actionnariat salarié sont réalisés en vue de constituer un capital retraite. En France, la loi sur les retraites de 2003 a consacré l'absence de lien entre l'épargne retraite et l'actionnariat salarié en supprimant le Plan Partenarial d'Epargne Salariale Volontaire⁵ (PPESV). Cette réforme remédie en partie au risque résultant d'un investissement important de l'épargne retraite dans des actions de l'entreprise. Dans le cadre du Plan d'Epargne Entreprise (PEE)⁶, les salariés français se voient proposer plusieurs choix de placements. Ils peuvent choisir d'investir dans des Fonds Communs de Placement Entreprise (FCPE) d'actionnariat salarié ou encore dans des FCPE multi-entreprises diversifiés. La plus grande partie des encours des FCPE (40% d'après le rapport 2005 de l'Autorité des Marchés Financiers) sont investis en actionnariat salarié. Bien que le PEE n'ait officiellement aucun lien avec l'épargne retraite, une enquête récente⁷ réalisée auprès d'actionnaires salariés montre que ces derniers investissent dans des actions de leur entreprise en vue de financer leur retraite (67% des actionnaires salariés interrogés). Les données relatives à l'évolution des encours d'épargne salariale montrent que les salariés actionnaires français ont subi de lourdes pertes en capital entre 2000 et 2002. Durant cette période, la valeur moyenne du portefeuille des actionnaires salariés des entreprises françaises cotées au CAC 40 serait passée de 25 518 euros à 11 360 euros⁸. Pour les employés américains qui avaient investi dans des actions de leur entreprise, ces pertes ont été d'autant plus importantes⁹ que leur pension de retraite en dépendait. A cette occasion, les plans *401(k)* qui étaient principalement investis dans des actions de l'entreprise ont été la cible de critiques. Les plans de retraite à contribution définie *401(k) (defined contribution 401(k) plans)* ont été introduits aux Etats-Unis en 1978. La

⁵Le Plan Partenarial d'Epargne Salariale Volontaire (PPESV) rendait possible des investissements en actions de l'entreprise pour une durée de 10 ans. Les avantages fiscaux attachés au PPESV par la loi du 19 février 2001 en faisaient un support avantageux d'épargne retraite. Le plan qui le remplace (PERCO) depuis 2003 ne peut être investi en actions de l'entreprise.

⁶Les encours du PEE sont bloqués 5 ans sauf cas particulier de déblocage énumérés par la loi.

⁷Enquête Actionnariat Salarié 2002 réalisée par Hewitt Associates et Société Générale Epargne Entreprise.

⁸Source : Le Monde du 4 octobre 2002.

⁹Farrell (2002) détaille le pourcentage des plans de retraite investi dans des actions de l'entreprise pour les entreprises ayant subi les plus lourdes baisses de cours.

dénomination *401(k)* fait référence à l'article de l'*Internal Revenue Code* qui en précise le fonctionnement. Les contributions qui y sont versées par les salariés et leurs employeurs font l'objet d'importantes incitations fiscales. Le succès de ce plan l'a conduit à devenir le plus utilisé dans le secteur privé aux Etats-Unis¹⁰. Une de ses particularités est de permettre l'investissement en actions de l'entreprise¹¹. La faillite de certains de ces plans investis principalement en actions de l'entreprise a conduit la recherche académique américaine à s'intéresser aux causes de ce problème de sous-diversification¹². Le point de vue adopté par ces recherches a été sensiblement différent de celui retenu par la recherche sur les effets de l'actionnariat salarié. Prenant acte des risques importants supportés par les salariés actionnaires, financiers et économistes américains ont étudié les raisons qui conduisaient les salariés à investir en actions de leur entreprise. Ces recherches ont un intérêt pour l'épargne salariale française dans la mesure où le plan *401(k)* présente des similitudes avec le PEE. Le principal point commun du PEE et du *401(k)* est la marge de manœuvre laissée aux salariés pour décider de la répartition de leur patrimoine entre les différentes offres d'investissement. Bien que le *401(k)* se distingue du PEE par sa vocation – il est en effet destiné au financement des retraites des salariés – il permet aux salariés de choisir eux-mêmes les fonds¹³ dans lesquels ils souhaitent investir. Les fonds diversifiés sont investis en actions, obligations ou liquidités. Ils correspondent généralement aux gammes d'OPCVM présentes sur le marché de la gestion collective. La deuxième catégorie d'investissement est l'actionnariat salarié. Comme en France, des fonds intermédiaires peuvent être proposés aux salariés. Certains fonds peuvent en effet être investis pour partie dans des actions de l'entreprise¹⁴. Mais la principale similitude réside dans la possibilité offerte aux salariés de choisir eux-mêmes entre les différents fonds proposés. Il est à noter que ces systèmes d'épargne sont des réceptacles de l'actionnariat salarié et correspondent à une tendance qui se répand à travers le monde dans les systèmes d'épargne, qu'ils soient publics ou privés. D'après Benartzi & Thaler (2006), cette tendance consiste à transférer une responsabilité de plus en plus grande des entreprises ou des administrations vers les salariés en matière de décision d'investissement. Les salariés doivent ainsi déterminer le montant à investir et les supports sur lesquels ces sommes doivent être investies. Une telle marge de manœuvre ne peut reposer que sur un postulat : la capacité

¹⁰D'après Mitchell et Utkus (2002), les plans *401(k)* représentaient en 2001 40% des actifs des plans de retraite pour l'ensemble du secteur privé.

¹¹Contrairement aux *Defined Benefit Pension Plans* qui limitent la part de leurs actifs investie en actions de l'entreprise à 10%.

¹²Benartzi et Thaler (2006) présentent une récente revue des résultats de ces recherches.

¹³Nous utiliserons ce terme indifféremment pour évoquer les FCPE français ou les *funds* américains.

¹⁴En France, le FCPE d'actionnariat salarié est investi pour plus de 30% de son actif en actions de l'entreprise.

des salariés à composer des portefeuilles efficaces dans un contexte dynamique. C'est donc du point de vue normatif de la théorie moderne du portefeuille que la décision d'investir en actionnariat salarié peut être considérée comme sous optimale. C'est le point de départ adopté par les recherches récentes sur les fonds *401(k)* pour mettre en lumière les déterminants des investissements en actions de l'entreprise.

Notre recherche est motivée par un constat. L'actionnariat salarié est une forme d'épargne de plus en plus plébiscitée. Pour l'épargne salariale, quels que soient les supports d'investissements considérés, les rapports semestriels de l'Association Française de Gestion financière (AFG) indiquent une progression des encours de 13,56% de décembre 2001 à décembre 2005. La progression des encours des FCPE d'actionnariat salarié pour la même période a été de 32,51%. Les statistiques de l'AFG indiquent que la proportion des encours des FCPE d'actionnariat salarié par rapport au montant total des actifs gérés en épargne salariale est passée de 45,17% à 54,87% de décembre 2001 à décembre 2005. La concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié est donc de plus en plus forte en dépit des événements survenus au cours de cette même période. Ces évolutions traduisent un fait : les salariés confrontés à une offre d'épargne salariale ont tendance à sélectionner l'actionnariat salarié. Comme nous l'avons remarqué, la forte exposition au risque des salariés actionnaires peut avoir des conséquences négatives pour leur patrimoine et leur emploi. Pour l'entreprise, les coûts de cette exposition au risque peuvent aussi être élevés. On peut en effet considérer que de fortes baisses de la valeur du titre d'une entreprise peuvent avoir des conséquences délétères sur le moral de son personnel actionnaire. Ce phénomène a notamment été constaté récemment par Blasi & Kruse (2006).

Ce constat et ces remarques nous conduisent à nous interroger sur les causes des investissements des salariés en actions de leur entreprise. Se faisant, cette recherche tente de répondre à la question :

Quels sont les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise ?

Nous nous intéressons pour cela plus particulièrement au cas de l'actionnariat salarié dans le cadre des plans d'épargne salariale.

Pour répondre à notre problématique, nous étudions tout d'abord la littérature sur l'actionnariat salarié et proposons un modèle théorique (**partie première**). Trois thèmes se dégagent tout d'abord de la littérature. Le premier concerne les effets incitatifs de l'actionnariat salarié (**chapitre premier**), le second porte sur les conséquences de l'actionnariat salarié pour les entreprises (**chapitre deuxième**). Dans les deux premiers chapitres, nous nous intéressons donc aux conséquences de l'actionnariat salarié pour l'individu et l'organisation. Le troisième thème porte sur la sous-diversification et les déterminants des choix d'investissement des salariés actionnaires (**chapitre troisième**). La littérature analysée dans ce troisième chapitre s'inspire notamment des recherches récentes sur les choix d'investissement dans le cadre des fonds *401(k)* qui nourrissent le débat théorique contemporain entre finance comportementale et finance classique. Nous avons indiqué précédemment que le contexte du choix d'investissement en matière d'actionnariat salarié au sein du PEE était comparable à celui des fonds de retraite *401(k)* américains. Après avoir analysé ces trois principaux thèmes de la littérature sur l'actionnariat salarié, nous étudions un modèle théorique faisant intervenir dirigeant et salarié dans un contexte d'asymétrie informationnelle (**chapitre quatrième**). La relation d'emploi est le plus souvent étudiée dans le cadre d'une situation d'aléa moral et nous mettons en évidence le caractère incitatif de l'actionnariat salarié en tenant compte des préférences du salarié pour le risque.

Nous proposons ensuite des études empiriques (**seconde partie**). La première étude empirique a une vocation exploratoire (**chapitre cinquième**). Il s'agit d'une étude qualitative conduite auprès d'experts de l'épargne salariale et de salariés actionnaires. Cette recherche exploratoire ainsi que les conclusions de la première partie nous conduisent à formuler des hypothèses de recherche. Les hypothèses testées sont replacées dans le débat théorique entre théorie du portefeuille et finance comportementale (**chapitre sixième**). Nous procédons ensuite au test quantitatif des hypothèses formulées sur les caractéristiques des salariés d'une banque française cotée. Nous mesurons pour cela trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié (**chapitre septième**). Nous concluons par une discussion des résultats de la recherche que nous replaçons dans le débat théorique entre théorie du portefeuille et finance comportementale (**chapitre huitième**).

Les études empiriques effectuées apportent plusieurs résultats. La phase exploratoire de la recherche indique l'influence du cadre juridique français sur les choix d'investissement des salariés. Elle permet de mettre en lumière quatre groupes de déterminants de l'investissement des salariés en actions de leur entreprise : les augmentations de capital réservées aux salariés, le cadre de l'épargne salariale, les caractéristiques des entreprises et les

caractéristiques des salariés. En ce qui concerne les résultats des analyses quantitatives, ils portent sur la relation entre plusieurs variables indépendantes et trois dimensions de la décision d'investissement des salariés d'une entreprise française cotée. Les hypothèses testées s'inscrivent dans les deux principaux champs théoriques identifiés : la théorie du portefeuille et la finance comportementale. Les variables indépendantes sont la rémunération, l'âge, le sexe, le statut marital, l'ancienneté, le rang hiérarchique, les connaissances financières, la souscription à l'offre à effet de levier¹⁵, la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié, l'épargne salariale pouvant être reversée dans l'augmentation de capital réservée aux salariés, le nombre de fonds proposés dans l'offre d'épargne salariale, les gains réalisés du fait de l'investissement en actionnariat salarié et la présence des salariés lors des augmentations de capital réservées aux salariés précédentes. Nous analysons tout d'abord la décision de participer à une augmentation de capital réservée aux salariés en utilisant un modèle de régression logistique binaire. La variable dépendante est la probabilité de participer à l'augmentation de capital réservée aux salariés. Pour les salariés ayant souscrit à l'augmentation de capital, nous étudions ensuite les déterminants du montant investi grâce à un modèle de régression par les moindres carrés ordinaires. La variable dépendante est le montant total de la souscription en actions de l'entreprise. Nous analysons enfin la relation des variables dépendantes avec la concentration en actionnariat salarié de l'épargne salariale totale (Plan d'Epargne Entreprise ou PEE, Plan d'Epargne Retraite Collectif ou PERCO et Compte Courant Bloqué ou CCB). La variable dépendante est alors le pourcentage de l'épargne salariale totale investi en actionnariat salarié après l'augmentation de capital réservée aux salariés. La plupart des résultats obtenus sont significatifs et similaires pour les trois décisions étudiées (participation, intensité de la participation et concentration de l'épargne en actionnariat salarié). Certains résultats divergent cependant et indiquent la nature différente des trois décisions analysées.

¹⁵Nous définissons l'offre à effet de levier dans le chapitre introductif.

Chapitre introductif :
L'actionnariat salarié en France

Chapitre introductif : L'actionnariat salarié en France

Ce premier chapitre a pour objectif de rendre compte du phénomène de l'actionnariat salarié en France. Cet état des lieux concerne tout d'abord le cadre juridique de l'épargne salariale dans lequel l'actionnariat salarié se situe. La prise en compte de la réglementation est nécessaire à la compréhension du comportement des salariés et des entreprises vis-à-vis de l'actionnariat salarié. En l'espèce, on peut considérer que le dispositif juridique en vigueur conditionne ces comportements. A titre d'exemple, la loi de 2003 portant réforme des retraites introduit le Plan d'Epargne de Retraite Collectif (PERCO), un plan d'épargne salariale qui prohibe les placements en actions de l'entreprise. Le chapitre introductif de ce travail dépeint par ailleurs le phénomène de l'actionnariat salarié en présentant les données publiques et les résultats d'enquête disponibles.

1. Cadre juridique de l'actionnariat salarié¹⁶

Il existe deux possibilités de détenir des actions de son entreprise. Tout d'abord, un salarié peut tout simplement souscrire des actions de son entreprise dans le cadre d'un compte titres ou d'un Plan Epargne Actions ouvert dans un établissement financier. Mais cette première forme de détention ne permet généralement pas à un salarié de bénéficier de l'ensemble des avantages fiscaux et financiers liés à l'épargne salariale. Afin de bénéficier de ces avantages, un salarié doit épargner dans un Plan Epargne Entreprise (PEE) ou un Plan d'Epargne Groupe (PEG). PEE et PEG sont des plans d'épargne salariale au même titre que le Plan d'Epargne de Retraite Collectif (PERCO). La loi du 19 février 2001 a ajouté à ces systèmes d'épargne salariale d'entreprise des composantes interentreprises : le Plan d'Epargne Interentreprises (PEI) et le Plan d'Epargne de Retraite Collectif Interentreprises (PERCOI). Le PERCO, les PEI ainsi que les PERCOI ne peuvent être des supports d'actionnariat salarié. Nous nous intéresserons donc plus particulièrement au PEE et au PEG. Au sein des PEE et des PEG, un salarié doit choisir d'investir dans un Fonds Commun de Placement Entreprise (FCPE) d'actionnariat salarié afin de devenir actionnaire salarié. Nous évoquerons, enfin, les augmentations de capital réservées aux salariés.

1.1. Le Plan d'Epargne Entreprise (PEE) ou Plan Epargne Groupe (PEG)¹⁷

En France, le Plan d'Epargne Entreprise et le Plan Epargne Groupe sont les principaux véhicules de l'actionnariat salarié. Le PEE est historiquement le premier type de plan d'épargne salariale. Il est caractérisé par une durée de blocage des avoirs qui y sont investis pendant cinq ans¹⁸. Le PEG est destiné aux salariés de toutes les sociétés appartenant à un même groupe consolidé. En dehors de la différence de couverture, le PEE et le PEG sont régis par des règles similaires. La mise en œuvre de ces plans est facultative mais résulte d'une décision unilatérale du dirigeant ou d'un accord négocié selon la procédure prévue pour les accords de participation¹⁹. Créé par l'ordonnance du 17 août 1967 puis développé dans les textes législatifs successifs²⁰, le PEE offre des avantages fiscaux et financiers attrayants pour les entreprises et leurs salariés. Il permet de collecter l'épargne salariale de ces derniers. Comme tous les plans d'épargne salariale, le PEE est régi par un règlement qui doit prévoir :

- Les conditions dans lesquelles le personnel est informé de son existence et de son contenu ;
- Le champ d'application ;
- La durée pour laquelle il a été établi ;
- Les conditions de révision du règlement ;
- Les salariés bénéficiaires ;
- Les différentes sources d'alimentation ;
- Les différentes formules de placement ;
- Les modalités de modifications des affectations des investissements à l'intérieur du plan ;

¹⁶Cette section s'appuie sur le « Guide de l'actionnariat salarié, de l'épargne salariale et de l'épargne retraite 2006 » publié par la Fédération des Actionnaires Salariés (FAS) ainsi que sur Maillard (2002b) et Maillard (2002a)

¹⁷Le PEE est régi par les Articles L. 443-1 à L. 443-9 du Code du Travail.

¹⁸Sauf cas de déblocage exceptionnels énumérés par la loi. Il convient par ailleurs de mentionner les nouvelles dispositions de la loi du 30 décembre 2006 qui prévoient que les dividendes attachés aux titres contenus dans un fonds commun de placement entreprise d'actionnariat salarié ou une SICAV d'actionnariat salarié peuvent être distribués aux porteurs qui le demandent.

¹⁹La loi du 4 mai 2004 sur la formation professionnelle (art. 50 al. 7) stipule que « lorsque l'entreprise comporte au moins un délégué syndical ou est dotée d'un comité d'entreprise, le PEE doit être négocié avec le personnel. Si, au terme de la négociation, aucun accord n'a été conclu, il est établi un procès-verbal de désaccord, dans lequel sont consignées en leur dernier état les propositions respectives des parties et les mesures que l'employeur entend appliquer unilatéralement ».

²⁰La législation relative au PEE et plus globalement aux plans d'épargne salariale est modifiée dans l'ordonnance du 21 octobre 1986, dans la loi Giraud du 24 juillet 1994, dans la loi Fabius du 19 février 2001, dans la loi Fillon du 21 août 2003 et dans la loi du 30 décembre 2006.

- Les modalités de transferts vers d'autres plans de l'entreprise ou d'une autre entreprise ;
- Les modalités d'information des salariés et notamment les nom et coordonnées du teneur de registre (ou teneur de compte et conservateur de parts (TCCP)) des avoirs des bénéficiaires ;
- Les modalités de composition et de désignation des membres des conseils de surveillance.

Tous les salariés ayant une ancienneté de plus de trois mois peuvent adhérer au PEE. Les anciens préretraités ou retraités peuvent effectuer des versements dans le PEE à condition qu'ils y aient conservé des avoirs. Cette possibilité leur permet notamment de participer aux opérations d'augmentation de capital réservées aux salariés (désormais ACRS). Ils ne peuvent pas bénéficier d'abondement de l'entreprise. Mandataires sociaux et chefs d'entreprise de moins de 100 salariés peuvent désormais adhérer au PEE. Le montant annuel investi par un adhérent du PEE ne peut excéder le quart de sa rémunération annuelle brute. Cette limite englobe tous les versements volontaires dont les sommes issues des primes d'intéressement.

Au sein du PEE, plusieurs supports de placement peuvent être proposés :

- Des compte titres ouverts au nominatif : les salariés peuvent y investir dans des actions de l'entreprise ou bien dans des Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM : SICAV ou FCP).
- Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable d'Actionnariat Salaré (ou SICAVAS).
- Les Fonds Communs de Placement Entreprise (FCPE) : ils sont les plus répandus. Ils peuvent être diversifiés ou investis en titres de l'entreprise²¹.

L'épargne salariale bénéficie d'une fiscalité privilégiée. Dans le cas du PEE, lorsque les avoirs sont investis en FCPE ou en SICAV, les revenus (dividendes ou coupons) issus de ces placements sont réinvestis et exonérés d'impôt sur le revenu. Les plus-values ne subissent que la CSG, le CRDS et les prélèvements sociaux en vigueur au moment de la sortie du plan.

Les sommes épargnées dans le PEE sont de plusieurs origines. Elles peuvent provenir :

- Des versements volontaires des salariés ;
- Des primes d'intéressement ;
- Des primes de participation²² ;
- Des sommes transférées d'un autre plan ;
- Des abondements de l'entreprise.

Depuis la loi du 30 décembre 2006²³, s'ajoutent à ces différentes sources d'alimentation du PEE :

- Le transfert des droits inscrits sur un compte épargne temps (CET) ;
- L'attribution d'actions gratuites à tous les salariés.

En ce qui concerne le transfert des droits inscrits sur un CET, le législateur a souhaité favoriser l'actionnariat salarié en permettant que ces sommes ne soient pas prises en compte dans le calcul du plafond du quart de la rémunération brute annuelle²⁴ si ces sommes sont versées sur des FCPE d'actionnariat salarié ou sur un PERCO. La loi du 30 décembre 2006 ajoute que les sommes issues d'un CET et versées sur un FCPE d'actionnariat salarié ou un PERCO peuvent être réparties en parts égales sur l'année en cours et sur les trois années suivantes pour l'établissement de l'impôt sur le revenu. Cette innovation constitue une incitation fiscale supplémentaire à l'investissement en actionnariat salarié et en épargne retraite. Concernant l'attribution d'actions gratuites à tous les salariés, celles-ci peuvent être versées sur un PEE dans la limite d'un montant égal à 7,5% du plafond annuel de la sécurité sociale par adhérent (soit 2 414 euros pour 2007).

Un abondement est un versement ajouté par l'entreprise, complémentaire d'un versement volontaire ou d'un versement de la prime d'intéressement du salarié. L'abondement ne peut concerner la prime de participation. La politique d'abondement d'une entreprise a un intérêt particulier dans le cadre de notre recherche. Une entreprise est en effet libre de déterminer quels types de supports de placement elle souhaite favoriser. Elle peut notamment décider de n'abonder que les investissements de ses salariés sur les formules d'actionnariat salarié. Les

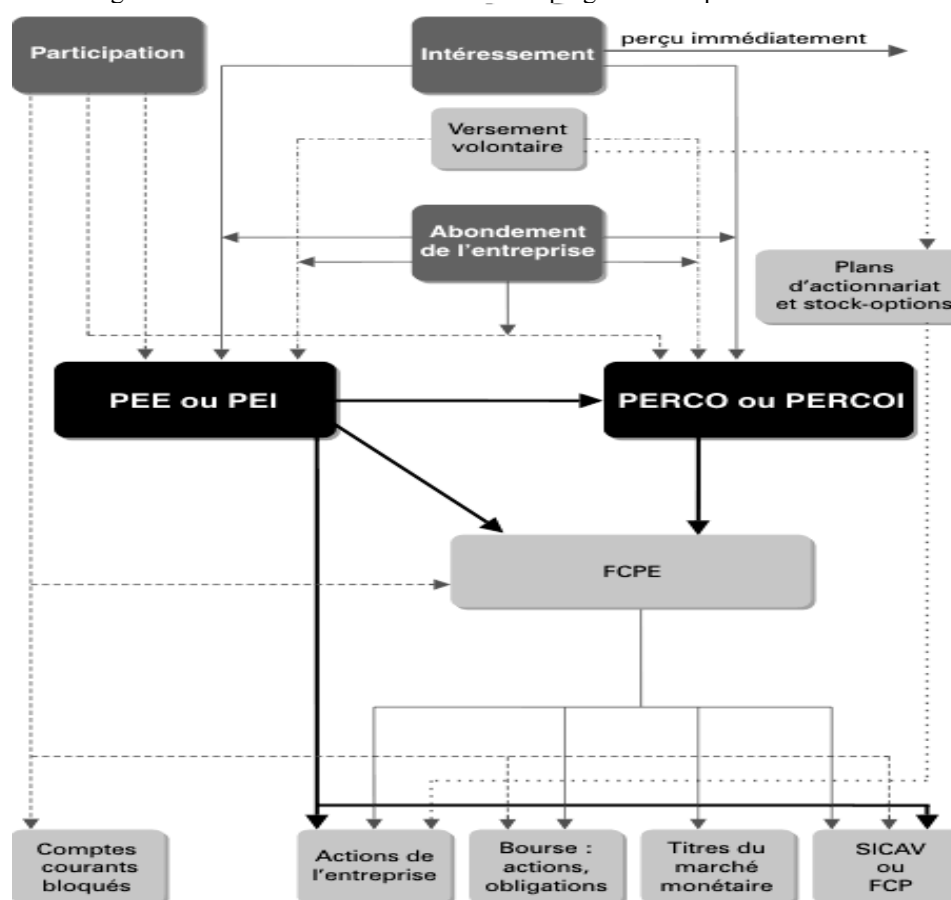
²¹Nous y consacrons la section suivante.

²²En ce qui concerne la participation, la loi du 30 décembre 2006 interdit sa distribution sous forme d'actions de l'entreprise. Auparavant, la distribution systématique sous forme d'actionnariat salarié de la participation par certaines entreprises avait pour conséquence la concentration de l'épargne salariale des employés en actions de leur entreprise sans que ceux-ci aient la possibilité de choisir d'autres supports de placement (art. 17).

²³Loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social.

²⁴Nous rappelons que le plafond du quart de la rémunération brute annuelle détermine le montant maximal pouvant être investi dans le PEE.

seules limites imposées concernent le plafond maximal de l'abondement. Les abondements ne peuvent excéder le triple de la contribution du salarié avec une limite maximale annuelle. Depuis la loi du 30 décembre 2006, ces limites maximales annuelles sont indexées sur le plafond de la sécurité sociale. Celui du PEE est fixé à 8% du plafond annuel de la sécurité sociale (soit 2 575 euros pour 2007). Une autre restriction concerne les critères d'attribution de l'abondement. Il est en effet impossible de faire dépendre cet abondement du niveau de la rémunération. L'abondement est soumis à la CSG et au CRDS pour 97% de son montant. La loi oblige les entreprises à verser un abondement au moins égal au montant des frais de gestion du PEE. La gratuité des frais de gestion est un autre avantage procuré par le PEE. Ainsi, les frais de tenue de compte individuel, les droits d'entrée dans les FCPE, les commissions de gestion administrative, les courtages, ainsi que les commissions et les frais liés aux négociations sont pris en charge par l'entreprise. Ces avantages sont non fiscalisés et non soumis aux cotisations sociales. La figure ci-dessous présente les différents dispositifs d'épargne salariale.

Figure 1 : Le fonctionnement des Plans d'Epargne d'Entreprise en France²⁵

²⁵Issu du « Circuit de l'épargne salariale » par Antoine Rémond pour la documentation française (<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/epargne-salariale/circuit-epargne-salariale.shtml>). Nous rappelons que les FCPE proposés dans le cadre du PERCO ne peuvent être investis en actionnariat salarié.

Le schéma ci-dessus situe le PEE parmi les différents plans d'épargne salariale. On observe tout d'abord que les diverses composantes de l'épargne salariale sont interdépendantes. Nous précisons que l'accord de participation peut prévoir que les sommes détenues au titre de la réserve spéciale de participation peuvent être utilisées à l'attribution d'actions. En réalité, cette possibilité est peu utilisée. Chaque année, environ 6 à 7 % des entreprises distribuant de la participation prévoient d'en utiliser une partie à l'attribution directe d'actions²⁶. Ensuite, on constate que le FCPE est un véhicule privilégié de l'épargne salariale pouvant contenir toutes les catégories de titres financiers. Dans la section suivante, nous nous attacherons à définir les règles qui régissent les FCPE.

1.2. Le Fonds Commun de Placement Entreprise (FCPE)

Les Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE) représentent le principal support de l'actionnariat salarié en France. Il s'agit d'un fonds collectif destiné à recevoir l'épargne des salariés collectée dans le cadre d'un PEE. Il est créé à l'initiative du dirigeant et est mentionné dans le règlement du PEE. Le fonds possède lui-même un règlement qui fixe les orientations de sa politique de placement, les modalités, les responsabilités du gérant et du dépositaire. Ce règlement est visé par l'Autorité des Marchés Financiers et obligatoirement mis à la disposition du bénéficiaire au moment de la souscription. Les sommes investies dans ce fonds sont gérées par une société de gestion, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers. Cette société procède à l'achat des valeurs mobilières suivant la politique du fonds, réalise les arbitrages et calcule la valeur de la part. Distinct de la société de gestion, un dépositaire ou Teneur de Compte et Conservateur de Part (TCCP), généralement une banque ou une société de Bourse reçoit les fonds, exécute les ordres de Bourse du gérant et vérifie la régularité des décisions de la société de gestion. La loi a prévu également l'instauration d'un conseil de surveillance pour contrôler le bon fonctionnement du fonds et protéger les intérêts des salariés épargnants. Le conseil de surveillance peut à ce titre convoquer la société de gestion, le dépositaire et le commissaire aux comptes du fonds ou agir en justice. C'est également lui qui décide du changement ou non de la société de gestion, du dépositaire et des orientations de gestion. Enfin, le conseil de surveillance adopte un rapport annuel mis à la disposition des salariés épargnants. La composition du conseil de surveillance du fonds ainsi que les modalités d'exercice des droits de vote aux assemblées d'actionnaires des entreprises dans

²⁶Enquête ACEMO-PIPA-DARES-METCS (2002). A ce schéma peuvent être ajoutés les actions gratuites distribuées à tous les salariés ainsi que les sommes transférées du CET.

lesquelles le fonds est investi dépendent directement du type de fonds en question. On distingue deux grandes catégories de FCPE :

- ***Le FCPE relevant de l'article L214-40*** du code monétaire et financier dont l'actif comprend au plus un tiers de titres émis par l'entreprise. Au sein de cette première catégorie, il est possible de distinguer les FCPE diversifiés, investis au plus à hauteur de 10% en titres de la même entreprise, des FCPE « semi-diversifiés » dont l'actif comprend au plus un tiers d'actions de l'entreprise. De nombreux FCPE proposés directement par les sociétés de gestion ne sont ainsi pas du tout investis en titres de l'entreprise. Ils représentent alors des placements collectifs au même titre que d'autres parts de FCP ou de SICAV. Notons que la loi impose désormais aux entreprises ayant mis en place une épargne salariale de proposer au moins un FCPE diversifié parmi l'ensemble des formules proposées. C'est un fonds « diversifié » puisque le reste du placement sera composé d'actions d'autres entreprises cotées, d'obligations ou de parts d'organismes de placement collectif. Le conseil de surveillance de ces fonds est composé de salariés représentant les porteurs de parts, eux-mêmes porteurs de parts, soit élus par tous les porteurs de parts salariés ou anciens salariés, soit désignés par le ou les comités d'entreprise ou par les organisations syndicales représentatives. Le conseil de surveillance est également composé pour moitié au plus de représentants de l'entreprise ou des entreprises lorsque le fonds accueille des sommes issues de la participation de plusieurs entreprises. Dans le cadre de ce type de FCPE, le règlement prévoit si les droits de vote attachés aux actions d'entreprises détenues sont exercés par le conseil de surveillance ou par la société de gestion. Toutefois, les droits de vote attachés aux actions émises par l'entreprise ne peuvent être délégués à la société de gestion.

- ***Le FCPE relevant de l'article L214-39***. Il est investi pour plus du tiers de son actif en actions de l'entreprise. Il s'agit du support privilégié de l'actionnariat salarié si bien que l'on parle de FCPE d'actionnariat salarié. Si la société est cotée, une partie plus ou moins importante du fonds est placée en produits de trésorerie afin de garantir sa liquidité. Lorsque la société n'est pas cotée, l'actif du FCPE doit comprendre au moins un tiers de titres liquides négociables sur un marché réglementé. Depuis la loi du 30 décembre 2006, cette dernière condition n'est pas exigée si l'entreprise s'engage à racheter ses actions détenues par le FCPE dans la limite de 10% de son capital social. Le conseil de surveillance des FCPE d'actionnariat salarié dispose des mêmes prérogatives que celui des FCPE diversifiés concernant l'examen de la gestion financière, administrative et comptable du fonds. Il détient

aussi des compétences liées à la vie du fonds. Il décide notamment des fusions, des scissions ou liquidations. Il a enfin des compétences relatives à l'information des porteurs de parts.

Le conseil de surveillance des FCPE d'actionnariat salarié peut soit être composé exclusivement de porteurs de parts élus et salariés de l'entreprise soit pour moitié de salariés porteurs de parts et pour une autre moitié au plus de représentants de l'entreprise (ou des entreprises dans le cas où le fonds accueille des sommes issues de la participation de plusieurs entreprises). Les membres du conseil de surveillance du FCPE d'actionnariat salarié sont élus sur la base du nombre de parts détenues par chaque porteur de part. Ils peuvent aussi être choisis par le comité d'entreprise ou par les organisations syndicales représentatives. Le président du conseil de surveillance est choisi parmi les représentants des porteurs de parts.

Le conseil de surveillance exerce les droits de vote attachés aux titres détenus par le fonds s'il est composé exclusivement de représentants élus. Dans le cas où le conseil de surveillance a été désigné, le règlement du FCPE d'actionnariat salarié peut prévoir que les droits de vote sont exercés directement par les porteurs. En l'absence d'une telle mention, les droits de vote sont exercés par le conseil. Sur délibération, le conseil peut décider d'accorder leurs droits de vote aux porteurs qui le sollicitent. Les résolutions soumises à l'assemblée générale des actionnaires de l'entreprise sont examinées par le conseil qui désigne un mandataire pour y apporter ses votes. Nous verrons que l'actionnariat des salariés a une influence sur le fonctionnement du marché des prises de contrôle. C'est le conseil de surveillance du FCPE d'actionnariat salarié qui décide de l'apport des titres qu'il détient à une offre publique d'achat ou d'échange. Le règlement du FCPE précise les cas où le conseil doit recueillir l'avis préalable des porteurs. Dans le cadre de la loi du 30 décembre 2006, l'obligation d'élire un ou plusieurs administrateurs actionnaires salariés à partir de 3% de détention du capital de l'entreprise a été fixée pour les sociétés cotées. Ces administrateurs doivent être élus parmi les actionnaires salariés ou parmi les membres du conseil de surveillance d'un FCPE d'actionnariat salarié²⁷.

La nouvelle loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié stipule qu'un FCPE d'actionnariat salarié d'une entreprise non cotée peut être partie à un pacte d'actionnaires afin de favoriser la transmission d'entreprise, la stabilité de l'actionnariat ou la liquidité du fonds. La volonté du législateur de favoriser le rachat d'entreprises par leurs salariés l'a conduit à mentionner dans la nouvelle loi la possibilité de créer un FCPE d'actionnariat salarié dédié à ce type d'opération.

²⁷Les membres du conseil d'administration des SICAVAS ne sont pas cités.

Enfin, le conseil de surveillance du FCPE d'actionnariat salarié reçoit les mêmes informations que le comité d'entreprise.

Nous constaterons dans la section suivante que le FCPE d'actionnariat salarié regroupe la plus grande partie des avoirs investis en actions de l'entreprise. La SICAVAS est un autre support permettant de collecter l'actionnariat salarié. La reconnaissance du statut des SICAV à l'étranger en fait un instrument privilégié dans le cadre d'ACRS destinées à des salariés de plusieurs nationalités. Les données de l'AFG-ASFFI indiquent que les SICAVAS représentent moins de 2% des fonds d'actionnariat salarié²⁸.

1.3. Les augmentations de capital réservées aux salariés

A l'occasion de ces opérations, des actions de l'entreprise peuvent être souscrites par les salariés. Elles sont un moyen privilégié dont les entreprises disposent pour développer l'actionnariat salarié. Les actions proposées à la souscription sont des actions nouvellement créées. Le conseil d'administration décide de la mise en œuvre de l'opération. Le président peut se substituer au conseil si ce dernier lui a délégué le pouvoir de décision.

Le prix d'achat de référence de l'action servant de base à la détermination du prix pour les salariés est obtenu en faisant la moyenne des cours de l'action en bourse pendant les vingt jours qui précèdent l'ACRS.

Une décote ou un rabais peut être appliqué à ce prix de référence. La décote maximale autorisée s'élève à 20% du prix. La décote peut s'élever à 30% si la durée de blocage prévue par le PEE est supérieure ou égale à dix ans. La décote peut aussi être accordée en liquide ou sous la forme d'actions gratuites. Ainsi, par exemple, une société peut accorder soit 20 % de décote ou attribuer 1 action gratuite pour 4 actions souscrites ou encore accorder une décote de 10 % et 1 action gratuite pour 9 actions souscrites. Les actions gratuites peuvent être attribuées dès la souscription des actions. Leur attribution peut également être conditionnée par une certaine durée de détention.

Lorsque les ACRS sont réalisées dans le cadre d'un FCPE, les avoirs qui ont bénéficié d'avantages lors de l'acquisition d'actions de l'entreprise ne peuvent être transférés sur un autre FCPE pendant leur période d'indisponibilité.

Lors d'une ACRS, plusieurs possibilités de souscription peuvent être proposées. Les salariés peuvent souscrire des actions de leur entreprise dans le cadre d'un FCPE d'actionnariat salarié

²⁸Issu des statistiques de l'AFG-ASFFI.

(http://www.afg.asso.fr/afg/fr/epargne_salariale/pdf/050914_tableau_actifs_fcpe_300605.pdf)

classique. A côté de ces fonds, peuvent être proposés des fonds à effet de levier. Les opérations à effet de levier ont été mises en œuvre pour les premières fois en 1993 et 1994 respectivement par Rhône-Poulenc et Total. Grâce à un système de prêt, le salarié souscripteur peut multiplier sa capacité d'investissement. Le prêt n'est pas soumis à des intérêts et son remboursement est prévu à l'échéance. De plus, le versement du salarié peut aussi bénéficier de facilités de paiement consistant notamment en des facilités de règlement sur plusieurs mois. Le montant du prêt correspond le plus souvent à neuf fois l'apport personnel du salarié. Le prêt peut être soit individuel²⁹ soit globalisé³⁰. Dans le second cas, le mécanisme repose sur un contrat d'échange ou *swap*, conclu par le FCPE à effet de levier et une banque. Le FCPE verse l'équivalent de la souscription par apport personnel de ses adhérents, complété le cas échéant par les avantages accordés par l'entreprise, et reçoit l'équivalent de la souscription à l'ACRS. En cas de hausse du cours de l'action à l'échéance, les plus-values sont partagées entre le bénéficiaire et la banque qui accorde le prêt. Si les actions sont acquises avec une décote sur le prix de référence, la plus-value à l'échéance est généralement établie par la différence entre le cours sur le marché à l'échéance et le prix de référence. La partie de plus-value liée à la décote contribue à la rémunération du risque pris par l'établissement de crédit, de même que les dividendes attachés à ces actions.

L'apport personnel des salariés est le plus souvent récupéré à l'échéance et majoré d'un intérêt sauf dans le cas où l'opération laisse un risque total sur l'apport. Cette garantie du capital est une des principales caractéristiques des fonds à effet de levier. Elle constitue aussi leur principal attrait. En contrepartie, les bénéficiaires doivent concéder plusieurs de leurs avantages.

Depuis la loi du 30 décembre 2006, les conditions des ACRS, et notamment en terme de décote, s'appliquent lorsque une société cède ses titres aux adhérents du PEE dans la limite de 10% des titres émis.

Dans la section suivante, nous présentons les données publiques disponibles sur l'actionnariat salarié.

²⁹On parle de fonds à effet de levier de « première génération ».

³⁰On parle dans ce cas de fonds à effet de levier de « seconde génération ».

2. L'actionnariat salarié : Etat des lieux

Dans cette section, nous apportons des précisions relatives au phénomène de l'actionnariat salarié. Les données descriptives présentées concernent tout d'abord la répartition des encours des FCPE. La répartition des actifs des FCPE définit notre problématique. Elle témoigne en effet de la forte concentration des FCPE en actions de l'entreprise. Cette répartition globale est la conséquence des choix d'investissement formulés par les salariés. Nous présentons par ailleurs les résultats des enquêtes conduites en France sur le thème de l'actionnariat salarié.

2.1. L'actionnariat salarié au travers des encours des Fonds Communs de Placement Entreprise

Les données issues du rapport annuel du Conseil supérieur de la participation (2004)³¹ révèlent que l'actionnariat salarié est principalement le fait des grandes entreprises cotées. Les dispositifs d'actionnariat salarié concernent en effet une entreprise cotée sur quatre. Ce groupe qui semble restreint recouvre malgré tout quatre salariés sur cinq. Les proportions sont beaucoup plus faibles dans les entreprises non cotées où l'actionnariat salarié concerne moins de 1% des entreprises. Le rapport indique par ailleurs que plus du tiers des salariés concernés par des dispositifs d'actionnariat sont issus du secteur des télécommunications, des activités financières et de conseil. Il s'agit donc essentiellement d'activités de service où l'intensité des investissements en capital humain est plus forte que dans l'industrie. Il faut ajouter que ces secteurs ont aussi fait l'objet de plusieurs privatisations. Depuis 1986, les privatisations sont des occasions privilégiées de mise en œuvre d'importants plans d'actionnariat salarié.

D'après l'enquête « Actionnariat salarié (2002) » réalisée par Hewitt Associates avec le parrainage de la Société Générale Asset Management auprès de salariés actionnaires³², 53% des salariés actionnaires détiennent des parts de FCPE exclusivement composés d'actions de leur entreprise. De plus, 90% des salariés actionnaires ayant répondu à cette enquête détiennent des actions de leur entreprise dans le cadre d'un PEE. Ces résultats indiquent que les FCPE sont les principaux véhicules de l'actionnariat salarié.

La répartition des avoirs investis dans les FCPE fait l'objet de plusieurs publications. Tout d'abord, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) retrace l'évolution et la composition des

³¹Les données du Conseil supérieur de la participation sont issues de l'enquête Enquête ACEMO-PIPA-DARES-METCS (2002).

³²Enquête réalisée pour le compte du Cerle de l'Actionnariat Salarié exploitant 1488 questionnaires envoyés aux salariés actionnaires de onze grandes entreprises françaises.

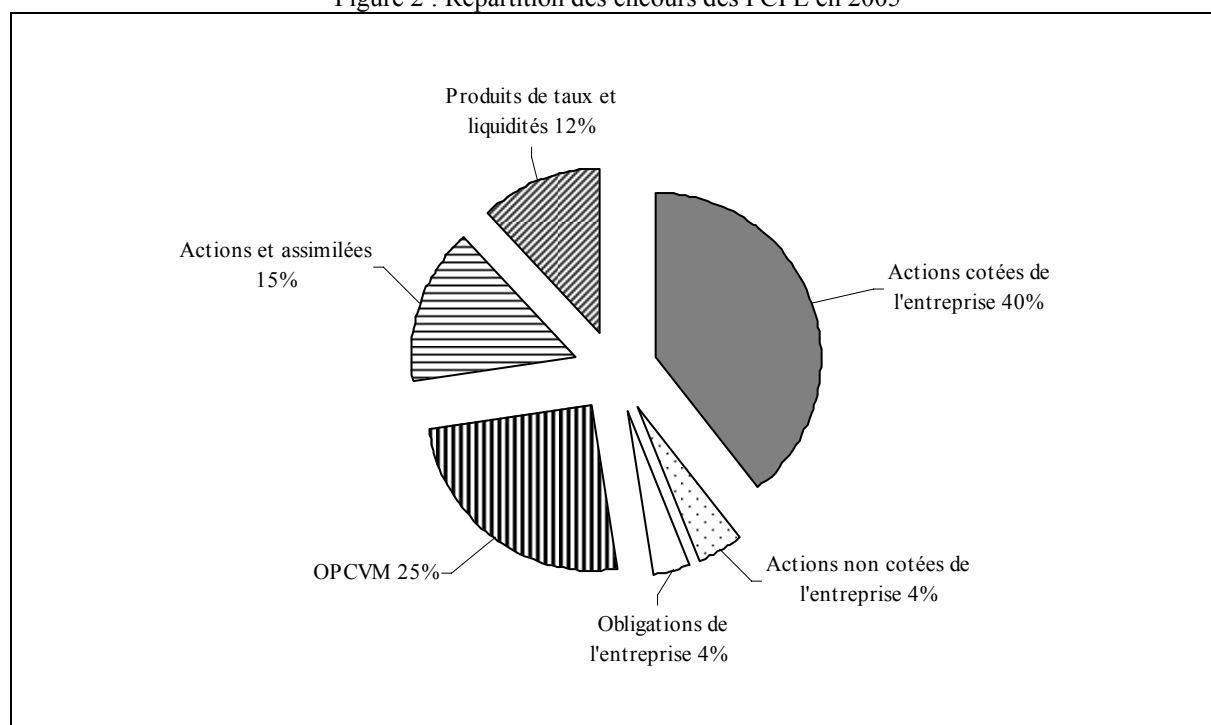
en-cours des FCPE dans son rapport annuel. Pour l'année 2005, les données de l'AMF indiquaient qu'une forte proportion des encours des FCPE demeurait investie en titres cotés de l'entreprise. Le tableau ci-dessous expose l'évolution des encours des FCPE depuis 2001.

Tableau 1 : Répartition des encours des FCPE par type d'instruments financiers
(Source : Rapport AMF 2005, p. 193)

	2001	2002	2003	2004	2005
Titres de l'entreprise dont :	26,6	22,0	26,5	27,0	34,7
Actions cotées	22,0	17,5	21,7	22,5	29,5
Actions non cotées	2,8	2,6	2,8	2,5	2,8
Obligations	1,8	1,9	2,0	2	2,4
OPCVM	10,0	12,5	14,8	14,4	19,1
Actions et assimilées	11,7	7,5	7,7	8,7	6,5
Produits de taux et liquidités	4,9	5,4	7,0	6,8	8,5
Actif net	53,19	47,43	56,02	56,92	68,8

La figure ci-dessous reprend la répartition des encours des FCPE pour l'année 2005. Elle indique la forte proportion des encours des FCPE investie en titres cotés de l'entreprise.

Figure 2 : Répartition des encours des FCPE en 2005



L'Autorité des Marchés Financiers fournit par ailleurs des informations concernant la provenance des fonds versés chaque année dans les FCPE. Dans le tableau suivant, on constate que la plus grande partie des versements proviennent d'épargne volontaire des salariés. Les primes d'intéressement ne font pas l'objet d'un blocage au même titre que les primes de participation et peuvent être encaissées directement par le salarié. Le blocage des

primes d'intéressement pendant cinq années permet toutefois de bénéficier d'avantages fiscaux non négligeables. En effet, lorsqu'elles font l'objet d'un retrait immédiat, les primes d'intéressement doivent être déclarées dans le cadre de l'impôt sur le revenu. Si elles sont épargnées dans le PEE pendant cinq années, elles échappent à l'imposition sur le revenu. Cette disposition encourage les salariés à épargner les primes d'intéressement dans le PEE. Ce phénomène est confirmé par l'effet des mesures de soutien à la consommation (dites mesures Sarkozy). Ces dernières permettaient de débloquent les avoirs du PEE sans qu'ils soient soumis à l'imposition sur le revenu. Cette mesure explique en grande partie l'important montant des rachats en 2004. Les versements complémentaires correspondent aux abondements versés par les entreprises.

Tableau 2 : Evolution des versements et des rachats dans les FCPE entre 2001 et 2005
(Source : Rapport AMF 2005, p. 193)

	2001		2002		2003		2004		2005	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Réserve spéciale de participation	3 648	45,6	3 532	44,5	3 493	43,6	3 738	42,3	6 646	51,7
Versements des salariés et intéressement	3 397	42,5	3 454	43,6	3 533	44,2	3 876	43,9	4 781	37,2
Versements complémentaires	956	11,9	944	11,9	978	12,2	1 224	13,8	1 419	11,1
Total des versements bruts	8 001	100	7 930	100	8 004	100	8 838	100	12 846	100
Total des rachats	7 764	97	7 024	88,6	8 157	101,9	16 011	181,2	14 633	113,9
Souscriptions nettes	237		906		-153		-7 173		-1 787	

Nous avons déjà constaté que le dispositif français d'épargne salariale liait plusieurs systèmes. Au vu des statistiques présentées, on peut considérer que le montant des primes d'intéressement et de participation a une influence sur l'importance des sommes investies dans le PEE. Pour l'année 2002, le Conseil supérieur de la participation (2004) indiquait que les sommes versées au titre de la participation et de l'intéressement s'élevaient à 1758 euros en moyenne. Le rapport du Conseil supérieur précise que cette somme représente 0,8 mois de salaire.

L'AFG assure un suivi semestriel de la répartition des encours des FCPE selon les deux formes juridiques existantes (FCPE L 214-39 d'actionnariat salarié et FCPE L 214-40 diversifiés). Au 31 juin 2005, le montant des avoirs investis dans des FCPE d'actionnariat salarié s'élevait à 30 792,12 milliards d'euros (pour 1 839 fonds) alors que les encours des FCPE diversifiés s'élevaient à 31 853,45 milliards d'euros (pour 872 fonds). On constate que pour un montant d'avoirs quasiment équivalent, le nombre de fonds diversifiés est plus faible. Les FCPE diversifiés ne sont généralement pas attachés à une seule entreprise comme cela

peut être le cas pour les FCPE d'actionnariat salarié. Les parts des fonds diversifiés, au même titre que les OPCVM traditionnels, peuvent en effet être souscrites par plusieurs entreprises.

Les ACRS sont des occasions privilégiées de stimuler l'actionnariat d'entreprise. Ces opérations font l'objet d'une publication auprès de l'Autorité des Marchés Financiers. 52 opérations ont eu lieu en 2001 et 2002, 47 en 2003, 49 en 2004, 36 en 2005 et 18 en 2006³³.

2.2. Les résultats des enquêtes sur les motivations de l'actionnariat salarié

Les deux sondages présentés ci-dessous n'ont pas mis en œuvre de méthode de recherche académique. Leurs résultats présentent néanmoins un intérêt pour notre recherche. Ces enquêtes s'intéressent en effet au comportement d'investissement des salariés et des actionnaires salariés.

La BNP Paribas Epargne Entreprise et le cabinet Altédia réalisent chaque année le baromètre annuel des « tendances épargne retraite entreprise » (BNP Paribas & Altédia, 2005). En 2005, 200 dirigeants d'entreprises de plus de 50 salariés et 357 salariés ont été interrogés.

Placer de l'argent dans des dispositifs proposés par l'entreprise paraît naturel pour 79% des dirigeants et 73% des salariés interrogés.

Par ordre d'importance, les dirigeants interrogés indiquent que l'épargne entreprise peut jouer un rôle important pour constituer une épargne, bénéficier d'une rémunération différée assortie d'avantages fiscaux, épargner pour la retraite, motiver les salariés, fidéliser les salariés et compléter les salaires.

Les salariés n'estiment pas devoir changer leur comportement d'épargne en fonction de la conjoncture des marchés financiers.

Pour choisir leurs supports d'investissement proposés, les salariés privilégient la sécurité (43% des personnes interrogées), n'utilisent pas de support d'épargne entreprise (30%), modulent en fonction de leur horizon de placement (13%), privilégient le rendement en acceptant une part de risque (9%) et privilégient un support éthique, solidaire ou socialement responsable (2%). Dans le cadre d'un investissement en actions, les salariés ont indiqué : ne jamais investir en actions (46%), choisir des actions de leur entreprise (25%), choisir des actions de différentes entreprises (20%). Les investisseurs individuels français se détournent

³³Source : <http://www.amf-france.org>.

du risque que comportent les actions. On constate que l'investissement en actions de l'entreprise se situe juste après l'objectif de sécurité des placements.

90% des dirigeants et 64% des salariés considèrent que l'actionnariat salarié est une bonne chose pour l'entreprise.

Du point de vue des salariés, les motivations des salariés pour l'investissement en actions de leur entreprise sont : préparer la retraite (75%), faire un bon placement (68%), comprendre la stratégie (62%), avoir plus de pouvoir (51%), bénéficier de l'abondement (69%) ou d'une décote (60%), bénéficier d'une garantie sur le capital (64%), bénéficier de l'étalement du paiement (52%). Dans le cadre des ACRS, la garantie du capital investi est offerte par la plupart des FCPE d'actionnariat salarié à effet de levier. Les opérations réservées aux salariés peuvent proposer des règlements échelonnés de leur souscription. Ces facilités de paiement peuvent prendre la forme de prélèvements automatiques mensuels. La préparation de la retraite est une motivation importante de l'actionnariat salarié. Cet objectif est en contradiction avec le risque spécifique qu'implique l'investissement en actions de l'entreprise.

Pour les salariés interrogés, la part de l'épargne salariale investie en actions de l'entreprise doit être inférieure à 10% (56%), comprise entre 11 et 50% (19%), être supérieure à 50% (3%), égale à 100% (2%).

Enfin, une part importante des salariés s'estime mal informée sur les systèmes d'actionnariat salarié (72%).

L'enquête Actionnariat salarié (2002) a été réalisée par la Société Générale Asset Management, Euronext, les cabinets Hewitt Associates et Montera et associés et la Fédération des Actionnaires Salariés. Elle portait sur un échantillon de 1 500 actionnaires salariés et 28 entreprises cotées et non cotées représentant 56% de la capitalisation boursière du CAC 40. Pour les actionnaires salariés interrogés, l'investissement en actions de l'entreprise s'élève à 21 600 euros en moyenne et représente 52% du portefeuille de valeurs mobilières.

Les actionnaires salariés indiquent que les motivations qui les ont conduits à acheter des actions de leur entreprise sont : la volonté de bénéficier d'un placement avantageux (78%), la confiance dans l'avenir du titre de l'entreprise (49%), l'attachement à leur entreprise (38%), la diminution du risque (27%), la confiance dans l'équipe dirigeante (26%) et la volonté de devenir propriétaire de l'entreprise (7%). 68% des actionnaires salariés sont prêts à acquérir à nouveau des actions de leur entreprise en fonction des conditions de prix (98%), à condition

que le risque soit limité (89%), que la stratégie de l'équipe dirigeante change (49%) et que la gestion du personnel change (40%).

82% des actionnaires salariés interrogés s'estiment plus attentifs aux résultats de leur entreprise et à son image dans les médias, 80% d'entre eux suivent le cours de l'action régulièrement, 59% se renseignent sur les marchés financiers, 45% sont plus vigilants à la bonne gestion de leur service et 43% s'estiment plus motivés.

Conclusion du chapitre

Dans ce premier chapitre, nous avons pu constater l'influence du cadre juridique national. La France s'est progressivement doté de règles juridiques encadrant strictement l'épargne salariale et l'actionnariat salarié. La législation favorise l'épargne salariale par des incitations fiscales importantes. Au sein des divers systèmes d'épargne salariale, l'actionnariat salarié bénéficie d'incitations équivalentes. Or, des voies différentes ont été empruntées par la législation ces dernières années. La loi de 2001 avait favorisé les investissements en actions de l'entreprise à long terme dans le cadre du PPESV. Ensuite, la loi portant réforme des retraites a supprimé le PPESV en le remplaçant par le PERCO. Ce dernier véhicule ayant vocation à apporter un complément de retraite aux salariés prohibe les investissements en actionnariat salarié. La loi du 30 décembre 2006 rend obligatoire l'ouverture de négociations pour la mise en place d'un PERCO pour toute entreprise ayant mis en place un PEE depuis plus de cinq ans. Cette nouvelle disposition aura sans doute pour effet de limiter la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié. Malgré ces légères inflexions, les évolutions de la législation n'ont jamais réellement tenté de limiter l'actionnariat salarié. La loi du 30 décembre 2006 confirme cette doctrine en instaurant de nouvelles incitations fiscales qui stimulent l'actionnariat salarié. Il en résulte que les entreprises françaises disposent de plusieurs moyens de favoriser le développement de cette forme d'épargne. Ces dispositifs leur permettent notamment d'orienter les investissements des salariés dans le cadre du PEE. Ce dernier propose aux salariés plusieurs options d'investissement parmi lesquelles figurent l'actionnariat salarié. Les salariés peuvent ainsi choisir d'investir en actions de l'entreprise lorsqu'ils le souhaitent. A titre plus exceptionnel, les entreprises peuvent proposer à leurs salariés d'investir en actionnariat d'entreprise dans le cadre des ACRS. Ces opérations sont des occasions privilégiées de développer l'actionnariat salarié.

Nous avons ensuite évoqué les résultats de plusieurs enquêtes relatives à l'actionnariat salarié ainsi que les statistiques décrivant cette forme d'épargne. Ces données secondaires

permettent de décrire l'actionnariat salarié. Ces résultats montrent une forte concentration des PEE en actionnariat salarié et nous indiquent la provenance des fonds versés dans ces plans. Ces versements proviennent notamment des primes de participation. Or, la France est le seul pays ayant rendu le versement de ces primes obligatoire. Ces primes de participation ne sont pas abondables dans le cadre d'un versement normal dans le PEE. En revanche, un versement effectué dans le cadre d'une ACRS peut faire l'objet d'une décote sur le cours de l'action lorsque l'entreprise autorise ce versement. Cet exemple illustre à lui seul l'influence du cadre juridique sur les choix d'investissement des salariés.

Dans la première partie, nous présentons la littérature relative au thème de l'actionnariat salarié.

**Première Partie : Analyse théorique :
Actionnariat salarié,
choix et incitations des salariés,
effets pour l'entreprise**

Première Partie : Analyse théorique : Actionnariat salarié, choix et incitations des salariés, effets pour l'entreprise

L'actionnariat salarié a suscité le questionnement de la recherche en management d'après plusieurs points de vue. Il est tout d'abord important de savoir dans quelle mesure cette pratique contribue à la performance de l'organisation. La notion de performance recouvre plusieurs réalités au sein des sciences de gestion qui ont conduit les chercheurs à engager plusieurs voies de recherche. Les contributions relatives au gouvernement des entreprises ont notamment enrichi le concept de performance en développant la notion de partie prenante. Au cœur de ces développements, les salariés – qu'ils soient ou non actionnaires de leur entreprise – occupent une place de premier rang. De la bonne gestion de leur entreprise dépend la valeur de leurs investissements en capital humain. Leurs intérêts s'identifient d'autant plus à ceux de leur entreprise qu'ils en sont actionnaires. Ainsi, l'actionnariat salarié peut être envisagé comme une pratique permettant de réconcilier des intérêts divergents au sein d'une entreprise. Mais cette harmonisation des intérêts des parties prenantes susceptible de conduire à l'amélioration des performances ne va pas de soi. Plusieurs doutes sont en effet associés à son efficacité. L'actionnariat salarié favoriserait notamment le comportement de passager clandestin. Par ailleurs, il n'est pas certain que l'association des salariés aux organes de gestion de leur entreprise contribue nécessairement à l'amélioration de sa performance et de son gouvernement.

Pour que la mise en œuvre de l'actionnariat salarié ait un impact sur la performance et le gouvernement d'entreprise, certaines conditions doivent être remplies. Il faut notamment que l'actionnariat salarié suscite l'adhésion du personnel. A la différence d'autres composantes de la rémunération, l'actionnariat salarié résulte d'un choix du salarié par lequel il souscrit des actions de son entreprise. L'accession à ce statut d'actionnaire salarié peut initier des attitudes au travail plus favorables. Ces effets incitatifs de l'actionnariat salarié sur les attitudes des employés ont donné lieu à de nombreuses recherches.

Attitudes des salariés d'une part, performance et gouvernement de l'entreprise d'autre part sont des concepts auxquels l'actionnariat salarié est associé. Les deux niveaux d'analyse – le salarié et l'organisation – qu'ils nous suggèrent ont chacun fait l'objet d'une attention particulière de la part de la recherche en management. Dans les chapitres suivants, nous considérons donc les contributions de la recherche relatives aux effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes des salariés et ses conséquences sur l'organisation en terme de performance et

de gouvernance. Deux objectifs anime les recherches présentées dans ces deux premiers chapitres : mettre en évidence un lien de causalité entre actionnariat salarié et attitudes au travail des salariés d'une part (chapitre premier), mettre en évidence un lien de causalité entre actionnariat salarié et performance et gouvernement de l'entreprise d'autre part (chapitre second). Nous constatons que ces contributions, du fait des relations et non des causalités mises en lumière, apportent des réponses à notre problématique. D'autres travaux concernant les systèmes de retraite américains à contribution définie ont par ailleurs apporté des réponses à la question posée par notre recherche. Nous rapprochons les résultats de ces recherches et envisageons leur applicabilité dans le cas du PEE français. Les recherches montrent l'existence d'un coût de sous-diversification lié à l'investissement en actionnariat salarié et mettent en évidence les déterminants des choix d'investissement des salariés. La plupart de ces dernières contributions adoptent une approche inspirée soit de la finance comportementale, soit de la théorie moderne du portefeuille (chapitre troisième). Afin d'illustrer le choix d'investissement étudié, nous présentons enfin un modèle de choix de portefeuille du salarié actionnaire rationnel en situation d'asymétrie d'information (chapitre quatrième).

*Chapitre premier :
L'actionnariat salarié :
mécanismes d'incitations et
effets sur les attitudes au travail des salariés*

Chapitre premier : L'actionnariat salarié : mécanismes d'incitations et effets sur les attitudes au travail des salariés

« Pour de nombreux économistes, l'économie est dans une large mesure un problème d'incitations : incitations à travailler dur, à produire des produits de bonne qualité, à étudier, à investir, à épargner, etc »³⁴. Laffont & Martimort (2002) constatent que les incitations ont fait l'objet de l'attention des auteurs en économie et en management. On trouve tout d'abord chez Adam Smith une discussion des incitations³⁵. Il voit en effet dans le métayage, tel qu'il était pratiqué dans l'Empire Romain, une des causes de la prospérité agricole. Le propriétaire fournissait alors le matériel nécessaire à l'exploitation tandis que le métayer cultivait la terre. Le produit de la récolte était divisé à part égale entre le propriétaire et le cultivateur. Ce système garantissait que le métayer ait le plus grand intérêt à produire la plus grande quantité possible afin de maximiser sa part du résultat. Dans le champ disciplinaire du management, Barnard (1938) a tenté le premier de définir une théorie des incitations. Il constate que des incitations inappropriées peuvent entraîner la dissolution de l'organisation, le changement de son objectif et l'impossibilité de coopérer. Il place la détermination des incitations au cœur de l'existence des organisations et constate que cette responsabilité du gestionnaire est celle donnant lieu au plus grand nombre d'échecs. Barnard s'est intéressé aussi bien aux incitations monétaires que non monétaires en insistant fortement sur leur complémentarité. Cette importance des incitations pour l'organisation est amplifiée par la théorie de l'agence et la théorie des droits de propriété. Alchian & Demsetz (1972) font des incitations la raison d'être des organisations qui naissent de l'impossibilité de mesurer la contribution de chaque individu à la réalisation d'une tâche collective. De ce problème de séparabilité des tâches naît la nécessité du contrôle et des incitations. Jensen & Meckling (1976) lient les problèmes d'incitations des dirigeants à la structure de gouvernement et de financement des entreprises. Ces derniers se focalisent essentiellement sur la relation d'agence caractérisant les rapports entre actionnaires et dirigeants. Avant eux, Fayol, souvent considéré comme le fondateur du management, avait mis en évidence les avantages et inconvénients des systèmes d'incitations de son époque. Bien que Fayol (1979) reconnaisse à la participation aux bénéfices sa vocation à réconcilier Capital et Travail, il conteste les effets bénéfiques des pratiques incitatives indexées sur la performance collective. A la suite d'Henri Fayol, plusieurs auteurs ont mis en

³⁴Laffont et Martimort (2002), p. 1.

³⁵Smith (1776), livre 3, chapitre 2, p. 366-367.

cause les inefficiences des systèmes d'incitations collectives. Ces objections à leur mise en œuvre se basent essentiellement sur leur composante monétaire. Cependant, si l'on se réfère à Barnard (1938), l'élément monétaire d'une rétribution peut avoir un pouvoir incitatif négligeable. De ce point de vue, il convient donc de considérer les incitations collectives du point de vue de leur composante non monétaire. Se faisant, il est possible de dégager des arguments en faveur de leur adoption.

1. Les incitations collectives

L'actionnariat salarié est un mécanisme d'incitation collective. Nous commençons par définir cette notion et à situer l'actionnariat salarié parmi les divers types d'incitations.

Dans le cadre d'un mécanisme d'incitation collective, « la performance du groupe dans son ensemble détermine le montant total de l'incitation, qui est ensuite réparti entre les membres du groupe selon des modalités qui ne dépendent pas de la performance individuelle »³⁶.

Selon Desbrières (1990), trois types de rémunérations peuvent être distingués :

- Les rémunérations indépendantes de la performance : Parmi elles, on trouve les salaires, les pensions de retraites et les primes d'assurance-vie.
- Les rémunérations dépendantes de mesures comptables de la performance : Elles peuvent notamment dépendre du résultat d'exploitation de l'entreprise. En France, la participation des salariés aux résultats de l'entreprise peut figurer dans cette deuxième catégorie³⁷.
- Les rémunérations liées à l'évolution des cours boursiers : Elles sont le fondement des stock-options et de l'actionnariat des salariés.

Nous précisons donc que l'actionnariat salarié ne dépend pas directement de l'effort ou de la performance individuelle du salarié d'une part, et qu'il dépend de la performance collective mesurée par l'évolution des cours boursiers d'autre part.

³⁶Milgrom et Roberts (1992), p. 531 de la version anglaise.

³⁷La participation des salariés n'est pas directement indexée sur le résultat mais sa formule de calcul en tient compte.

1.1. Critiques des incitations collectives

Marens, *et al.* (1999) constatent que la remise en cause des incitations collectives tient au fait qu'elles ne disposent pas des caractéristiques qui rendent traditionnellement des incitations efficaces. Tout d'abord, les incitations ne doivent pas être trop difficiles à obtenir³⁸. Le gain obtenu dans le cadre de l'incitation doit intervenir suffisamment tôt³⁹. Le mécanisme d'une incitation efficace doit être facilement assimilable par le bénéficiaire. L'actionnariat salarié ne semble remplir aucune de ces conditions. En effet, le lien entre performance individuelle et l'évolution du cours de l'action soit très faible⁴⁰. Rubin (1990) considère que les salariés dont le travail peut influencer les résultats de l'entreprise se voient plutôt offrir des options d'achat d'actions. Par ailleurs, les incitations fiscales attachées à l'actionnariat salarié sont le plus souvent conditionnées à une période de blocage qui empêche les salariés de disposer des gains réalisés. Enfin, les aspects juridiques des plans d'épargne au sein desquels l'actionnariat salarié est proposé ne sont pas toujours aisément assimilables par les salariés.

On trouve dans le texte d'Henri Fayol les inspirations des principales critiques à l'encontre des incitations collectives.

« Au regard de tous les facteurs qui interviennent, la part de l'activité ou de l'habilité plus ou moins grande d'un ouvrier sur le résultat final d'une grande entreprise est impossible à établir; elle est d'ailleurs tout à fait insignifiante. La part qui pourrait lui revenir d'un dividende distribué serait tout au plus de quelques centimes sur un salaire de 5 francs, par exemple, c'est-à-dire que le moindre effort supplémentaire – un coup de pioche, un coup de lime – profitant directement à son salaire, serait plus avantageux pour lui. L'ouvrier n'a aucun intérêt à être rémunéré par une participation aux bénéfices proportionnelle à l'action qu'il exerce sur ces bénéfices. » (Fayol, 1979 ; p. 32)

Il pointe deux des principales critiques des incitations collectives qui furent développées ensuite. Le lien entre la performance de l'entreprise et l'effort individuel du salarié est faible d'une part, la part de l'effort d'un salarié dans le résultat de l'entreprise est difficile à évaluer d'autre part.

Du point de vue du modèle principal-agent⁴¹, la faiblesse du lien entre effort individuel du salarié et le cours de l'action pose plus de problèmes. En effet, dans le contexte

³⁸Huber (1985).

³⁹Mawhinney et Gowen (1991).

⁴⁰Lawler (1987) précise que c'est particulièrement le cas dans les grandes organisations.

⁴¹Hart et Holmström (1987), Macho-Stadler et Perez-Castrillo (2001), Laffont et Martimort (2002), proposent des synthèses de cette approche.

d'une situation d'aléa moral qui caractérise le plus souvent la relation d'emploi, la théorie des incitations préconise de faire dépendre la rémunération du salarié du résultat de son travail. Or, le problème d'agence réside essentiellement dans l'incapacité du principal à évaluer la contribution de l'effort de l'agent au résultat final. Le résultat est affecté non seulement par l'effort du salarié mais aussi par un facteur aléatoire. En indexant le contrat sur le résultat, le principal se contente donc de considérer que de bons résultats sont d'autant plus probables que le salarié produit un effort élevé. En acceptant le contrat proposé par le principal basé sur le résultat, le salarié supporte un risque. Ce risque se réalise notamment lorsque un effort élevé ne permet pas de parvenir à un bon résultat. Dans cette situation, il supporte le coût de son effort sans obtenir de contrepartie. Cette situation se produit d'autant plus souvent que l'effort du salarié a peu d'impact sur le résultat. Dans le cas de l'actionnariat salarié, le lien entre l'évolution du cours de bourse et l'effort du salarié peut être très faible et le modèle d'agence de base ne prédit pas qu'un tel contrat produise une incitation efficace. En effet, le modèle d'agence recherche un contrat permettant un partage optimal des risques entre le principal et l'agent. La théorie des incitations fait en effet reposer son analyse sur l'arbitrage entre incitation et risque. Dans une situation d'aléa moral, le principal est généralement considéré neutre envers le risque alors que l'agent est averse au risque. Cette hypothèse peut notamment se justifier dans le cas d'une relation entre dirigeants et actionnaires étudiée par Jensen & Meckling (1976). Dans ce cas, la neutralité envers le risque des premiers repose sur leur capacité à composer un portefeuille de titres diversifié. Le contrat optimal doit être défini de façon à tenir compte de l'aversion au risque de l'agent. Cependant, ce contrat est d'autant plus difficile à obtenir que l'aversion relative au risque de l'agent est importante. Cette aversion est elle-même augmentée lorsqu'une part importante du patrimoine de l'agent – son capital humain – est déjà investie dans l'entreprise. Imposer un contrat d'incitation reposant sur un partage des risques peut conduire à faire supporter des risques trop importants à l'agent. L'arbitrage entre risque et incitation nécessiterait que les risques encourus soient compensés par des gains plus élevés. Dans le cas de l'actionnariat salarié, le coût de sous-diversification supporté par les salariés devrait être compensé par des salaires plus élevés⁴². En terme de diversification des risques, Baron & Kreps (1999) considèrent que les plans d'actionnariat salarié n'ont aucun sens économique. Par ailleurs, le modèle d'agence prédit que la durée de la relation entre principal et agent permet d'atténuer les comportements oisifs résultant de l'asymétrie d'information⁴³. En effet, un phénomène d'apprentissage résulte de la

⁴²Rubin (1990).

⁴³Lambert (1983).

durée de la relation. Ce type de relations affaiblit l'efficacité des contrats basés sur le résultat⁴⁴.

Une autre critique importante des incitations collectives repose sur leur tendance à favoriser les comportements de passager clandestin. Cet écueil provient notamment de la difficulté à évaluer la contribution d'un salarié au résultat total de l'entreprise. Le concept de passager clandestin a d'abord été développé par Olson (1965) dans le cadre de la dynamique de l'action collective. Il a ensuite été formalisé en économie sous le nom de problème 1/N. En effet, quelle que soit la contribution de chaque salarié d'un groupe composé de N individus, la participation au résultat final permet à chaque employé de ne percevoir qu'une part 1/N de ce résultat. Le passager clandestin profite d'une partie de l'enrichissement produit par les efforts de ses collègues sans pour autant modifier son comportement opportuniste.

Les tests empiriques du problème 1/N semblent montrer l'efficacité des systèmes d'incitations collectives⁴⁵. Ces conclusions semblent indiquer que les inconvénients des incitations collectives peuvent être compensés et dépassés. Prendergast (1999) nuance la validité de ces résultats empiriques. D'après elle, les améliorations de la productivité constatées ne reflètent pas seulement l'efficacité des incitations collectives. Par ailleurs, les résultats portent sur des données en coupe transversale. Ces études illustrent donc une relation et non une causalité⁴⁶. Cette remarque est aussi valable pour la plupart des résultats empiriques portant sur le lien entre actionnariat salarié et performance. Au sujet du lien entre problème 1/N et actionnariat salarié, les résultats de Blasi, *et al.* (1996) suggèrent que la présence d'actionnariat salarié est liée à des performances plus importantes dans les plus petites entreprises que dans les grandes. Ce résultat confirmerait le problème 1/N.

1.2. Domaines d'application des incitations collectives

Milgrom & Roberts (1992) distinguent cinq raisons pour lesquelles les incitations collectives peuvent avoir des effets positifs :

- Lorsqu'il est difficile de mesurer la contribution individuelle de chaque salarié au résultat collectif.

⁴⁴Eisenhardt (1989).

⁴⁵Notamment Jones (1993), Kruse (1993) et Knez et Simester (1992). Nous présentons ensuite plus en détails les résultats empiriques relatifs à l'actionnariat salarié.

⁴⁶A l'exception de Kruse (1993).

- Les travailleurs sont mieux informés que leur superviseur sur la contribution individuelle des membres du groupe de travail au résultat final. Les incitations collectives les encouragent à se contrôler mutuellement.
- Les incitations collectives facilitent l'acceptation des directives de l'employeur.
- Elles favorisent la coopération entre les membres du groupe de travail et encouragent l'adhésion des salariés aux normes du groupe.
- Elles permettent d'améliorer les méthodes de travail.

Baron & Kreps (1999) insistent sur le caractère coercitif des incitations collectives. Selon eux, elles sont propices au développement de sanctions sociales. Olson (1965) parle de pressions sociales informelles contraignantes agissant dans l'intérêt du groupe. La menace de ces sanctions sociales favorise l'internalisation du bien-être de chacun des membres du groupe. Baron et Kreps considèrent que ces sanctions sociales, le contrôle mutuel et le comportement coopératif s'apparentent à une pression du groupe pesant sur les passagers clandestins. Ils remarquent que l'ancienneté au sein du groupe, la taille du groupe et la composition du groupe⁴⁷ ont un impact sur l'efficacité de cette pression de groupe.

Nous reprenons ci-après les arguments de Milgrom & Roberts (1992).

La difficulté de l'évaluation d'une contribution individuelle à un travail collectif a été illustrée par Alchian & Demsetz (1972). L'incapacité du marché à attribuer à chacun des membres d'une équipe une rémunération équitable est propice au comportement de passager clandestin et justifie l'apparition d'une structure hiérarchique. Alchian & Demsetz (1972) ne s'appuient pas sur des incitations collectives pour résoudre ce problème. Ils font appel à un contrôleur ayant la qualité de créancier résiduel. La participation au résultat de l'organisation garantit l'incitation du superviseur à effectuer un contrôle efficace. Dans cette configuration, les employés reçoivent un salaire fixe. La solution hiérarchique aux problèmes du travail en équipe est aussi plébiscitée par Stiglitz (1975). Il considère en effet qu'une hiérarchie impliquant contrôle managérial et contrainte des travailleurs est préférée par les salariés. En décourageant les comportements oisifs, la hiérarchie permet de parvenir à de meilleurs résultats pouvant s'accompagner d'augmentations de salaire.

Holmström (1982) propose une autre solution au problème de la production en équipe. Afin d'inciter les salariés à fournir les efforts appropriés, il suggère que les employés soient eux-mêmes les créanciers résiduels de leur entreprise.

⁴⁷L'homogénéité du groupe renforce l'efficacité des incitations collectives.

Ces deux approches mettent l'accent sur le problème de non séparabilité. Selon Williamson (1975), l'importance de ce problème ne doit pas être exagérée et la solution proposée par Alchian & Demsetz (1972) ne permet que d'expliquer la composition de petits groupes. En effet, les plus grands groupes sont difficiles à superviser. La multiplication des niveaux hiérarchiques rend difficile la désignation de créancier résiduel à chaque niveau de l'organisation. Williamson (1985) développe ensuite cette idée en remarquant que l'organisation du travail en équipe ne repose pas uniquement sur la non séparabilité des tâches. La spécificité des actifs – et plus précisément la spécificité du capital humain – constitue un attribut majeur des transactions dans le cadre de la relation d'emploi. Bien qu'il ajoute à la spécificité du capital humain la créativité, son analyse se focalise sur les dimensions de non séparabilité et de spécificité. De l'importance relative de ces deux attributs dépendent les formes d'organisations sélectionnées. Ben-Ner, *et al.* (2000) proposent un test empirique des arguments ci-dessus. Leurs résultats montrent que la probabilité de la présence d'un plan d'actionnariat salarié est plus importante dans les entreprises caractérisées par une plus grande interdépendance et une plus forte spécificité des tâches effectuées par les salariés. Cette dernière dimension est centrale dans les contributions relatives à la participation des actionnaires salariés au gouvernement de l'entreprise. L'intensité du capital humain spécifique investi dans son entreprise par un employé est par ailleurs une composante majeure de son patrimoine. Cet investissement est susceptible d'affecter sa décision d'investir dans des actions de son entreprise.

Quelle que soit l'efficacité du contrôle hiérarchique exercé, il ne peut être aussi efficace qu'un contrôle horizontal – ou contrôle mutuel – exercé par les salariés eux-mêmes. Les membres d'un groupe de travail ont en effet de meilleures informations sur leurs performances individuelles que leur superviseur. Les incitations collectives favorisent une surveillance mutuelle entre les membres d'un groupe de travail. Il s'agit du principal argument invoqué par les économistes pour expliquer l'existence d'incitations collectives. Selon Nalbantian (1987), les incitations collectives permettent de transférer les coûts de contrôle vers les employés. Un tel transfert peut aboutir à une réduction de ces coûts et à un contrôle horizontal plus efficace que le contrôle hiérarchique. Le contrôle mutuel peut se substituer au contrôle hiérarchique⁴⁸. Le contrôle exercé par les employés permet en effet une réduction des coûts du *middle-management* et l'allègement de la structure formelle de contrôle⁴⁹. Nalbantian insiste en effet sur le fait que les travailleurs sont les plus compétents

⁴⁸Kruse (1993).

⁴⁹Kruse et Blasi (1997) et Desbrières (1997).

pour détecter les sources d'inefficience qui diminuent la productivité. Bien que ces informations aient une valeur pour l'organisation en terme d'amélioration des méthodes de travail⁵⁰, elles ne sont pas prises en compte dans l'évaluation des performances individuelles des travailleurs. Pour stimuler le transfert de ces informations, des incitations collectives sont plus appropriées.

Le problème 1/N postule que chaque membre du groupe supporte le coût d'un effort supplémentaire et ne perçoit qu'une partie du résultat. Or, il peut devenir profitable pour un employé de contrôler les actions de ses collègues afin d'améliorer le résultat final. Ainsi, le salarié supporte le coût de son effort et le coût du contrôle exercé sur ses collègues mais peut bénéficier de l'amélioration des résultats qui en découle⁵¹. Si les coûts du contrôle horizontal sont assez faibles, le modèle Kandel & Lazear (1992) prédit que les coûts issus du comportement de passer clandestin peuvent être compensés.

Les effets bénéfiques du contrôle horizontal sont toutefois nuancés par Baker, *et al.* (1988). Ils remarquent que les excès de zèle des salariés à se contrôler mutuellement peuvent avoir des effets négatifs sur la productivité⁵². En outre, Prendergast (1999) précise que les résultats empiriques révèlent des effets comportementaux différents de ceux prédits par la théorie. Les incitations collectives auraient pour effet d'augmenter la productivité des travailleurs les moins productifs mais de diminuer celle des travailleurs les plus productifs⁵³. De plus, la mise en œuvre d'incitations collectives inciterait les travailleurs les plus productifs et les moins productifs à quitter l'entreprise. Weiss (1987) évoque un effet de convergence vers la moyenne des niveaux de productivité. Il explique que les travailleurs les moins productifs sont pressés par leur superviseur et leurs collègues de fournir davantage d'efforts. Cette pression les incite soit à quitter l'entreprise soit à augmenter leur niveau de productivité. A l'inverse, les travailleurs les plus productifs se voient contraints de diminuer leurs efforts par leurs collègues qui anticipent la révision à la hausse des objectifs de productivité par les superviseurs. Ces résultats révèlent un effet d'autosélection des incitations collectives qui poussent les salariés les plus productifs à se diriger vers des entreprises offrant des systèmes d'incitation individuelle tandis que les moins productifs ne souhaiteraient pas être soumis à la pression du groupe causée par les incitations collectives. Une étude récente de Freeman, *et al.*

⁵⁰Au travers de plusieurs études de cas réalisées dans des entreprises récemment acquises par leurs salariés, Maaloe (1998) illustre l'amélioration des méthodes de travail.

⁵¹Cable et Fitzroy (1980).

⁵²Ils parlent d' *over horizontal monitoring*.

⁵³Hansen (1997) et Weiss (1987).

(2004) portait sur les résultats d'une enquête nationale réalisée par le *General Social Survey*⁵⁴. Les auteurs s'intéressent aux systèmes de contrôle horizontal permettant de neutraliser les problèmes de passager clandestin. Leurs résultats concluent que la plupart des travailleurs interrogés sont persuadés d'être en mesure de détecter les comportements de tire-au-flanc de leurs collègues de travail. Les attitudes adoptées pour décourager ces comportements sont très diverses. Les salariés les plus jeunes et les moins formés cherchent davantage à décourager les tire-au-flanc. Les caractéristiques organisationnelles ont aussi une influence sur les attitudes adoptées par les salariés. Les résultats révèlent en effet que le contrôle mutuel exercé par les salariés est plus intense dans les structures dotées de systèmes de participation financière (notamment des primes de participation et d'intéressement) qui privilégient le travail en équipe et la participation aux décisions des salariés. Enfin, les auteurs montrent que la confiance en l'équipe dirigeante couplée à des systèmes de participation financière (participation, intéressement et stock options distribués à tous les salariés) augmentent sensiblement la volonté des salariés à faire pression sur les passagers clandestins. Freeman, *et al.* (2004) mettent donc l'accent sur la capacité des incitations collectives à compenser les coûts issus des comportements de passager clandestin par leur propension à stimuler le contrôle mutuel.

Une coopération renforcée par les incitations collectives peut remédier à ce problème et rendre les systèmes de partage des profits efficaces⁵⁵. Mais le problème 1/N postule que, lorsque le nombre de salariés augmente, l'incitation individuelle diminue et la collaboration entre les salariés de l'entreprise devient plus difficile. Mais la mise en œuvre de l'actionnariat salarié répond-elle aux mêmes préoccupations dans les grands groupes et dans les PME ? Cette question posée par Dondi (1992) n'a pas véritablement trouvé de réponse empirique. En France, l'actionnariat salarié est majoritairement le fait des grandes entreprises françaises cotées. Ce fait tend à contester l'argumentation du problème 1/N qui prédit que les grandes entreprises auraient moins d'intérêt à instaurer des systèmes d'incitations collectives. Le lien entre la taille de l'entreprise et les incitations collectives a été davantage testé dans le cadre des systèmes d'intéressement et de participation⁵⁶. L'actionnariat salarié augmenterait l'identification et le sentiment d'appartenance à l'entreprise. L'implication organisationnelle est une variable fréquemment intégrée dans les recherches empiriques portant sur

⁵⁴Opinion Research Centre, University of Chicago.

⁵⁵Artus, *et al.* (1991).

⁵⁶Pérotin et Robinson (2003b).

l'actionnariat salarié⁵⁷. D'après Pierce, *et al.* (1991), l'actionnariat salarié favorise l'implication organisationnelle à travers sa dimension psychologique. Lawler (1987)⁵⁸ et Baron & Kreps (1999) insistent sur la valeur symbolique que revêt l'actionnariat des salariés. Dans les grandes entreprises, ce rôle est particulièrement important car il favorise l'identification des salariés à leur entreprise⁵⁹. Baron et Kreps considèrent que les arguments économiques contre les incitations collectives ne tiennent pas compte de leur contenu symbolique. La valeur symbolique de l'actionnariat des salariés permet pourtant au salarié d'identifier son bien-être à celui de son entreprise. Dans certaines conditions, ces symboles peuvent dépasser les arguments économiques qui rejettent l'actionnariat salarié. Ainsi, l'actionnariat salarié pourrait lier les intérêts de l'employé et de l'organisation en les faisant dépendre de la réalisation d'un objectif commun, la performance de l'entreprise. Cette communauté d'intérêts serait notamment obtenue par l'atténuation du sentiment « eux/nous » qu'éprouvent les salariés vis-à-vis de leurs dirigeants⁶⁰. Du point de vue de l'analyse de Mintzberg (1983), l'actionnariat salarié pourrait encourager un rapprochement des coalitions internes et externes à l'entreprise. French & Rosenstein (1984) ont observé que la perception d'un intérêt commun avec l'entreprise incitait les salariés actionnaires à rechercher de plus amples informations relatives à la santé financière de leur entreprise et à son environnement. Les inconvénients des incitations collectives peuvent aussi être neutralisés grâce à la coopération qu'elles favoriseraient entre les employés⁶¹. D'après Fitzroy & Kraft (1987), il existe de multiples interactions entre les membres d'un groupe de travail. Seuls des systèmes d'incitations collectives permettraient de stimuler la collaboration entre les bénéficiaires et de favoriser une meilleure coopération avec les dirigeants. Cette solution coopérative est le résultat d'efforts mis en œuvre par l'organisation pour créer une culture commune⁶². Pour l'actionnariat salarié, ces efforts – qui permettent de lutter contre le phénomène de passer clandestin – reposent sur la mise en œuvre de structures décisionnelles différentes, de politiques de ressources humaines et d'une certaine approche du management vis-à-vis des employés⁶³. Pour obtenir de meilleures performances des incitations collectives, ces dernières

⁵⁷La revue de littérature de Kruse et Blasi (1997) identifie 11 recherches étudiant les liens entre l'actionnariat salarié et l'implication organisationnelle. Les résultats de la plupart d'entre elles montrent une influence positive.

⁵⁸Lawler évoque l'actionnariat salarié et la participation aux bénéfices.

⁵⁹Lawler (1987), et Cannel et Wood (1992).

⁶⁰Kelly et Kelly (1991).

⁶¹Mitchell, *et al.* (1990), Weitzman et Kruse (1990).

⁶²Weitzman et Kruse (1990).

⁶³Sesil, *et al.* (2001).

supposent l'octroi de compétences et d'informations supplémentaires aux employés concernant les processus de travail⁶⁴.

D'un point de vue théorique, la solution coopérative permettant d'éviter les inconvénients du problème 1/N peut aussi être obtenue. Weitzman & Kruse (1990) considèrent qu'un système de partage des profits peut être assimilé à un dilemme du prisonnier dans lequel la situation est préférable pour tous les joueurs si chacun d'entre eux coopère. Il est possible de parvenir à une solution de coopération lorsque le jeu est répété. Chaque joueur peut en effet dissuader les comportements oisifs en menaçant d'adopter un comportement semblable nuisant au bien-être de la communauté. Les joueurs peuvent parvenir à une situation dans laquelle ils choisissent de fournir un niveau d'effort socialement optimal.

Enfin, les systèmes d'incitation basés sur la performance individuelle peuvent avoir des effets négatifs que n'ont pas les incitations collectives. Ces systèmes d'incitation peuvent avoir des conséquences négatives sur le moral des employés. Ces distinctions à un niveau hiérarchique équivalent peuvent entraîner des rivalités⁶⁵. Les incitations individuelles doivent par ailleurs se fonder sur des indicateurs objectifs de mesure de la productivité qui peuvent donner lieu aux problèmes de *multitasking* évoqués par Holmström & Milgrom (1991). Le fait de fonder une incitation sur une mesure objective d'un travail qui comporte plusieurs tâches peut conduire un individu à négliger toutes les tâches de sa fonction qui ne font pas l'objet d'une incitation. A titre d'exemple, la production d'un ouvrier peut être évaluée en terme de quantité ou de qualité. La quantité étant plus facile à observer, il est plus aisé de baser une incitation sur la quantité produite. En revanche, une telle incitation peut conduire le travailleur à privilégier la quantité produite aux dépens de la qualité des biens produits.

Les approches qui remettent en cause les effets des incitations collectives sur la performance les analysent en termes monétaires. Certains des arguments évoqués précédemment permettent d'envisager les incitations autrement. La valeur symbolique et psychologique de l'actionnariat salarié pour les employés d'une entreprise ne doit pas être négligée. Après avoir présenté les contributions relatives aux systèmes d'incitations collectives, nous nous intéressons à présent à l'actionnariat salarié et aux recherches dont il a fait l'objet.

⁶⁴Applebaum et Berg (2000).

⁶⁵Fitzroy et Kraft (1987).

2. Modèles explicatifs des effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés

Afin de comprendre dans quelle mesure les systèmes d'incitations pouvaient avoir une influence sur le comportement des individus, l'économie et la psychologie ont adopté des approches différentes mais complémentaires. Les modèles proposés par les économistes se sont focalisés sur plusieurs facteurs permettant aux co-contractants d'aboutir à un contrat optimal. L'imperfection et l'asymétrie d'information, les attitudes envers le risque et les coûts de transaction ont fait l'objet de l'attention des chercheurs⁶⁶. La recherche en psychologie s'est davantage concentrée sur la nature de la motivation, ses sources et ses conséquences pour le comportement des salariés⁶⁷. Les psychologues se sont intéressés aux interactions entre les incitations externes reçues par un individu et ses évaluations internes et cognitives qui le poussent à être plus productif. Leurs travaux ont conduit à la distinction entre incitations intrinsèques et incitations extrinsèques. Cette distinction entre incitations intrinsèques et extrinsèques est issue d'un constat. Dans certaines situations, récompenser l'effort en offrant des incitations financières peut avoir des effets contre productifs. Des incitations financières peuvent réduire la productivité en éliminant le désir intrinsèque du salarié à effectuer son travail. Dans ce cas les systèmes d'incitations explicites basés sur la performance sont contre productifs. Cette perspective postule que l'exercice de leur activité professionnelle est valorisant pour les salariés et qu'ils ont plaisir à accomplir les tâches qui y sont associées. Cette conception ne pose problème que lorsque ces rétributions intrinsèques n'entrent pas en conflit avec les incitations financières. Dans le cas contraire, rémunérer les salariés sur la base de leur productivité peut réduire ou annuler la satisfaction intrinsèque qu'un employé retire de l'exercice de son travail. Bien que ces remarques n'aient pas donné lieu à des tests empiriques concluants⁶⁸, il convient de ne pas sous estimer le caractère intrinsèque des incitations. Dans la présente section nous constatons que les recherches n'ont pas négligé cet aspect dans le cas de l'actionnariat salarié.

En tant que système d'incitations, l'actionnariat salarié a pour vocation d'inciter les salariés à être plus productifs. Les effets sur la productivité dépendent du comportement des salariés vis-à-vis de l'actionnariat salarié. La revue de 26 tests empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes des salariés proposée par Sesil, *et al.* (2001) a montré que l'actionnariat salarié avait une influence positive sur les comportements et les attitudes au

⁶⁶Le courant principal-agent dont Laffont et Martimort (2002) proposent une synthèse et plus généralement l'économie de l'information se penchent particulièrement sur les problèmes d'incitations.

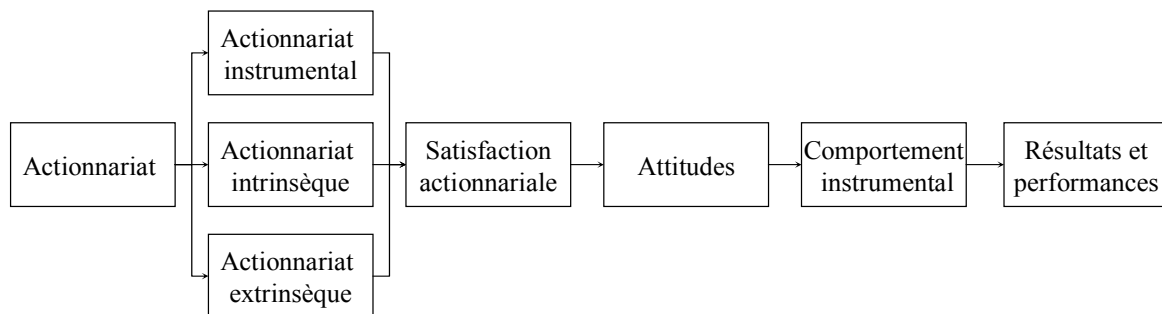
⁶⁷Notamment Whyte (1955), Vroom (1964), Lawler (1971) et Locke, *et al.* (1980).

⁶⁸Prendergast (1999).

travail des salariés. Bien que ces effets ne soient pas systématiques, ces résultats suggèrent qu'un salarié actionnaire adopte des attitudes au travail différentes de celles de ses collègues non actionnaires.

S'inspirant de la distinction proposée par la psychologie, les tests empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés ont suivi trois voies de recherche. A la distinction entre incitations intrinsèques et extrinsèques, Klein (1987) ajoute en effet un courant de recherche qui met en évidence les effets conjugués de l'actionnariat salarié et de la participation aux décisions. La plupart des tests empiriques du lien entre actionnariat salarié et attitudes des salariés au travail s'inscrivent dans le cadre de tests des modèles intrinsèque, instrumental et extrinsèque. Férone, *et al.* (2001) proposent une synthèse de l'enchaînement logique qui mène de l'actionnariat salarié à l'amélioration de la productivité au travers du schéma suivant.

Figure 3 : Les modèles explicatifs des effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés



La figure d'Arcimoles montre que l'actionnariat salarié, du fait de son influence sur les attitudes au travail individuelles des salariés peut aboutir à l'amélioration des résultats et performances collectives. Les améliorations des attitudes au travail passe par l'intermédiaire des composantes intrinsèque, instrumentale et extrinsèque de l'actionnariat salarié.

Quels sont les comportements et les attitudes au travail observés chez les actionnaires salariés ? Il s'agit des attitudes mesurées en gestion des ressources humaines. Dans le cadre de l'actionnariat salarié, Commeiras, *et al.* (2000) identifient les comportements suivants mis en évidence par les études empiriques :

- Une amélioration de la satisfaction au travail⁶⁹ ;
- Une plus grande implication des salariés dans l'organisation⁷⁰ ;

⁶⁹Greenberg (1980), Russell, *et al.* (1979), Tucker, *et al.* (1989).

- Une baisse du *turnover* et de l'intention de départ de l'entreprise⁷¹ ;
- Une baisse de l'absentéisme ;
- Une meilleure qualité de travail⁷².

2.1. Le modèle de la satisfaction intrinsèque

Guzzo & Katzell (1987) ont réalisé une synthèse des résultats de deux cents programmes d'amélioration de la productivité grâce à des systèmes d'incitations. Leurs conclusions révèlent qu'en moyenne, les incitations financières ne sont pas les éléments de motivation les plus efficaces. Les attitudes des salariés sont aussi liées à des incitations non financières.

Dans le cadre de l'actionnariat salarié, le modèle de la satisfaction intrinsèque a pour hypothèse principale que le seul statut d'actionnaire salarié augmente l'implication et la satisfaction des salariés. Le statut d'actionnaire salarié crée un intérêt commun et accroît le sentiment d'identification à l'entreprise parmi les salariés⁷³. Cette participation constituerait un effet direct de l'actionnariat salarié.

Long (1978a, 1978b) a contribué à exposer le modèle intrinsèque. Selon lui, la propriété crée, pour les employés, une communauté d'intérêts qui contribue à leur identification à l'entreprise et à l'amélioration des performances de l'organisation. Ses études ont porté sur deux aspects déterminant les attitudes des employés actionnaires : la détention formelle d'actions et l'influence perçue des employés sur les décisions. La dimension formelle de la propriété peut être caractérisée par trois droits : celui de disposer d'un objet physique ou financier, celui de bénéficier des revenus générés par ce bien, celui d'être informé. Pierce, *et al.* (1991) considèrent que la dimension formelle de l'actionnariat salarié – caractérisée par le nombre d'actions détenues, le partage de l'information et l'influence exercée – permet de comprendre les effets sociologiques, psychologiques et comportementaux des systèmes d'actionnariat salarié.

La détention formelle d'actions de l'entreprise et l'influence perçue sur les décisions ne peuvent pas être strictement dissociées. En effet, il existe des interactions entre l'élément psychologique et l'élément formel défini par Long. D'après Conte & Tannenbaum (1978),

⁷⁰Buchko (1993), Kuvaas (2003), Long (1978a), Long (1978b), Long (1980), Oliver (1984), Pendleton (2001), Pendleton, *et al.* (1998).

⁷¹Buchko (1992a), Buchko (1992b), Buchko (1993), Klein (1987), Vaughan-Whitehead (1992).

⁷²Russell, *et al.* (1979).

⁷³Long (1978a).

l'impression que les employés ont de pouvoir participer aux décisions est engendrée par des éléments formels tels que la possibilité de participer à l'assemblée générale des actionnaires par exemple.

Les tests empiriques de ce modèle ont considéré l'actionnariat salarié comme la variable indépendante majeure. Le modèle intrinsèque postule en effet que les attitudes des salariés sont d'autant plus favorables que l'actionnariat salarié est développé. Evaluer dans quelle mesure l'actionnariat salarié est développé peut nécessiter de tenir compte de plusieurs variables telles que la part du capital de l'entreprise détenue et le montant de l'investissement en actions de l'entreprise de chaque salarié.

Klein (1987) indique que les tests de ce modèle ont privilégié trois types d'approche auxquelles nous pouvons ajouter deux autres approches.

La première méthode consiste à examiner la relation entre les attitudes des employés et le nombre d'actions qu'ils détiennent. Il s'agit de montrer que l'amélioration des attitudes au travail des salariés est en relation avec le nombre d'actions qu'ils détiennent. De ce point de vue, les trois tests empiriques⁷⁴ mentionnés par Klein (1987) n'ont pas corroboré les hypothèses du modèle intrinsèque. Les résultats de Pendleton (2001)⁷⁵ contredisent partiellement ces conclusions. Ils montrent une relation entre le niveau de l'investissement en actions de l'entreprise par salarié et leurs propres évaluations des modifications de leur comportement d'une part ; le niveau de leur investissement et leur sentiment d'être propriétaire de leur entreprise d'autre part. Cependant, cette même variable explicative n'a pas d'influence sur l'intention de départ et l'implication organisationnelle.

La deuxième perspective adoptée pour tester le modèle intrinsèque a été de comparer les attitudes d'actionnaires salariés à celles de salariés non actionnaires au sein d'une même entreprise. Long (1978a) a appliqué cette méthode dans le cadre d'une recherche réalisée au sein d'une entreprise ayant fait l'objet d'un rachat par ses salariés. Ces résultats confirment les hypothèses du modèle intrinsèque. Les mesures d'engagement et d'implication sont significativement plus élevées pour les salariés actionnaires. En outre, l'actionnariat salarié provoque un niveau de satisfaction plus élevé. Bien que ses résultats soient confirmés dans le cadre d'un autre test pour l'engagement et l'implication, Long (1978b) n'obtient pas de résultats équivalents pour la satisfaction et la motivation. D'autres résultats empiriques obtenus par Long (1980) ont à nouveau indiqué que les salariés actionnaires étaient

⁷⁴French et Rosenstein (1984), Hammer et Stern (1980), Long (1980).

⁷⁵Ils considèrent cinq cas de compagnies de bus au Royaume-Uni.

caractérisés par des attitudes au travail plus favorables que celles des non actionnaires. Par la suite, les résultats de Buchko (1992a) ne parviennent à confirmer les hypothèses intrinsèques que pour la satisfaction.

La dernière procédure mentionnée par Klein (1987) pour tester le modèle intrinsèque est de comparer les attitudes des salariés dans des entreprises semblables se différenciant par leur structure de propriété. En l'occurrence, cette démarche compare des entreprises détenues par leurs salariés à des entreprises ayant une répartition du capital plus conventionnelle. Là encore, Klein (1987) considère que les résultats obtenus⁷⁶ ne confirment pas les effets intrinsèques de l'actionnariat salarié. Un test plus récent réalisé par Ros (2001) a rapproché les comportements au sein d'une entreprise détenue à 90% par ses salariés à ceux de six autres entreprises similaires. Les résultats empiriques de cette recherche n'ont pas corroboré les prédictions du modèle intrinsèque.

D'une façon générale, Klein (1987) pense que la validité externe des tests du modèle intrinsèque demeure limitée car les recherches ne considèrent le plus souvent qu'une seule entreprise. Le test simultané des trois modèles intrinsèque, instrumental et extrinsèque réalisé par Rosen, *et al.* (1986) et Klein (1987) au sein de 37 firmes ne conclut pas à l'influence des mesures des composantes intrinsèques de l'actionnariat salarié. Les tests proposés correspondent à une quatrième stratégie de recherche analysant les attitudes des salariés dans des entreprises présentant des pourcentages de capital détenu par les salariés différents. Long (1980) a opté pour une démarche similaire en testant le modèle intrinsèque au sein de trois entreprises caractérisées par des niveaux d'actionnariat salarié différents. Il conclut à l'existence d'un lien entre le pourcentage de capital détenu par les salariés et les attitudes des salariés.

Une démarche longitudinale a enfin confronté les attitudes des salariés avant et après l'adoption du plan d'actionnariat d'une part, et les attitudes des salariés à différentes périodes après la mise en œuvre du plan d'autre part. Dans cet esprit, les résultats empiriques de Keef (1998) ne sont pas parvenus à démontrer la pertinence du modèle intrinsèque. Il admet la présence d'autres variables, économiques notamment, ayant une influence sur les comportements. Les résultats de Tucker, *et al.* (1989) n'ont pas été concluants. Kuvaas (2003) étudie le choix des salariés pour des actions de leur entreprise. Ces résultats révèlent que le choix des salariés pour l'actionnariat salarié est lié aux mesures de l'implication organisationnelle.

⁷⁶Greenberg (1980), Rhodes et Steers (1981) et Russell, *et al.* (1979).

Bien que les résultats empiriques n'aient pas réellement mis en évidence la pertinence du modèle intrinsèque, il convient de préciser que les arguments de nature psychologique invoqués posent des problèmes de mesure. La diversité des approches méthodologiques utilisées témoigne de cet obstacle méthodologique. Il est en effet difficile d'isoler les composantes intrinsèques de l'actionnariat salarié. Les recherches conduites en psychologie sur la distinction entre incitations intrinsèques et extrinsèques se sont d'ailleurs davantage focalisées sur les interactions entre leurs diverses composantes⁷⁷. Dans la plupart des cas, plusieurs systèmes de participation et d'intéressement cohabitent, ce qui rend d'autant plus difficile la tâche des recherches.

Etre propriétaire d'un bien suppose que l'on puisse bénéficier de deux types de droits : le droit d'exercer un contrôle sur ce bien et le droit de bénéficier du droit résiduel qui y est attaché⁷⁸. La prise en compte de ces droits est à la base des développements des modèles instrumental et extrinsèque.

2.2. Le modèle de la satisfaction instrumentale

D'après le modèle instrumental, l'influence de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail proviendrait de la participation aux décisions qui l'accompagne. La participation aux décisions peut comporter plusieurs dimensions. En effet, les pratiques participatives peuvent concerner les situations de travail d'une part et la gestion de l'entreprise d'autre part. Les tests empiriques présentés ci-après concernent la participation aux décisions dans le cadre de situations de travail. Les recherches empiriques qui ont testé cette hypothèse ont là encore adopté plusieurs approches en considérant que la participation effective à la prise de décision devait être mesurée au même titre que l'influence sur la prise de décision perçue par les salariés. L'amélioration de la satisfaction des salariés peut dépendre du sentiment qu'ont les actionnaires salariés de disposer d'une véritable influence.

Les contributions de Long (1978a, 1980, 1981) ont permis de mettre en évidence les attitudes instrumentales. Dans le cas qu'il étudie, l'introduction de l'actionnariat salarié s'accompagne de l'adoption de pratiques participatives. Dans le même temps, il constate que l'influence perçue des salariés est positivement et significativement corrélée aux mesures d'attitudes observées⁷⁹. Il confirme par la suite ces résultats en établissant que l'actionnariat salarié a une

⁷⁷Nalbantian (1987).

⁷⁸Ben Ner et Jones (1995) ont développé un cadre théorique qui combine ces deux aspects de la propriété dans le cadre de l'actionnariat salarié.

⁷⁹Long (1978a).

influence positive sur les attitudes des salariés lorsque celui-ci s'accompagne de nouvelles mesures participatives. Rhodes & Steers (1981) ont comparé l'attitude des salariés dans des entreprises détenues par les employés et des entreprises conventionnelles. Conformément à l'hypothèse instrumentale, leurs résultats montrent que l'implication des salariés est d'autant plus grande que leur sentiment de participer aux décisions est fort.

Les études de Rosen, *et al.* (1986) et de Klein (1987) portant sur 37 firmes ont aussi contribué à affirmer la pertinence de l'explication instrumentale. Ils mesurent la participation et l'influence des salariés sur la prise de décision en utilisant quatre *proxies* : la présence de droits de vote attachés aux actions, les motivations de l'entreprise ayant entraîné l'adoption du plan d'actionnariat salarié, la philosophie de l'employeur vis-à-vis de l'actionnariat salarié et la politique de communication de l'entreprise concernant l'actionnariat salarié. Les auteurs constatent que la plupart de ces variables ont une influence positive sur les attitudes au travail⁸⁰. Une confirmation supplémentaire est obtenue grâce à la mesure des corrélations entre les mesures des attitudes des salariés au travail et trois autres mesures de la participation : l'influence perçue des salariés sur leur participation, l'influence des salariés perçue par l'employeur et la présence de groupes de participation⁸¹. Malgré la contribution de leurs résultats au modèle instrumental, les auteurs indiquent que les gains financiers générés par l'actionnariat salarié offrent une meilleure explication des attitudes observées⁸². Cette dernière conclusion est en contradiction avec celle de French & Rosenstein (1984) qui ne relève pas d'effet significatif des gains financiers mais met en évidence les effets de la participation. Le test empirique de French & Rosentein (1984) conclut à une relation positive entre l'influence sur les décisions perçues par les salariés d'une part, la satisfaction et l'identification à l'organisation d'autre part.

Les résultats de Buchko (1992b) concordent avec ceux obtenus plus tôt par Rosen, *et al.* (1986) et Klein (1987) puisqu'ils confirment les effets bénéfiques de la participation perçue aux décisions et de la valeur financière apportée par l'actionnariat salarié. Ces deux aspects s'avèrent être corrélés avec plusieurs des mesures des attitudes des salariés constatées. Un test simultané des trois modèles lui permet de conclure que le modèle instrumental recèle du plus grand pouvoir explicatif des attitudes salariales et de constater à nouveau l'importance de la valeur financière de l'actionnariat salarié⁸³. Ces derniers résultats ont à nouveau été confirmés dans le cadre d'un modèle d'équations structurelles. Les interactions entre les différentes

⁸⁰Klein (1987).

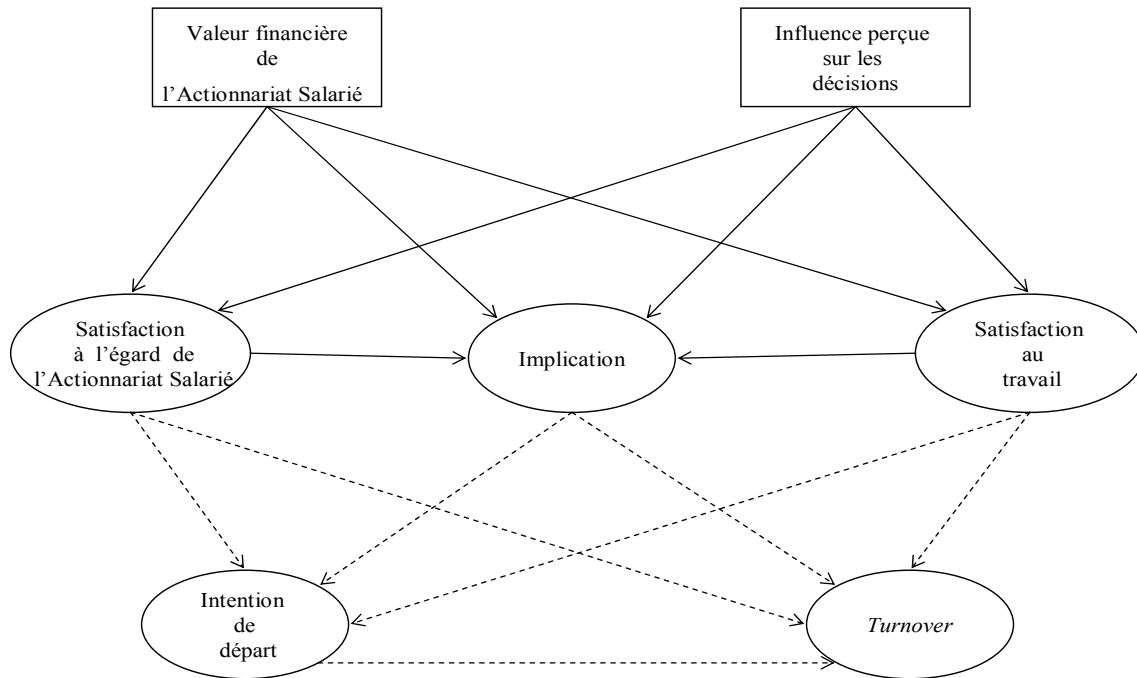
⁸¹Rosen, *et al.* (1986).

⁸²*Ibid.*, et Klein (1987).

⁸³Buchko (1992a).

variables observées ainsi que le caractère multidimensionnel des variables justifient en effet l'utilisation de ce type de méthode. Le schéma présenté ci-dessous proposé par Buchko (1993) témoigne de la complexité des interactions mises en évidence par son modèle.

Figure 4 : Relations entre les variables dépendantes (Buchko, 1992 ; p. 639). Les flèches en pointillés indiquent des relations négatives, les flèches pleines, des relations positives.



Nous constatons que les relations mises en évidence par Buchko (1993) ne laissent aucune place au modèle intrinsèque. Dans un test des modèles intrinsèque et instrumental, Pendleton, *et al.* (1998) concluent aussi au pouvoir explicatif de l'argument instrumental. Mais, contrairement à Buchko (1993), ils ne réfutent pas le modèle intrinsèque. Gamble, *et al.* (2002) utilisent à leur tour un modèle d'équations structurelles et parviennent à des résultats équivalents à ceux de Buchko (1993). En l'occurrence, les arguments instrumental et extrinsèque sont confirmés. Ros (2001) parvient lui aussi à renforcer la pertinence du modèle instrumental.

Klein & Hall (1988) et Pierce, *et al.* (1991) ont insisté sur l'importance des causes qui motivent l'entrée en vigueur d'un plan d'actionnariat salarié et leur perception par les employés. Ils affirment ainsi que les employés sont plus satisfaits lorsque l'actionnariat salarié est introduit pour élargir la participation des salariés à la prise de décision que lorsqu'il

est introduit pour des raisons fiscales ou de stratégies financières⁸⁴. De ce point de vue, Klein (1987) considère aussi que la philosophie du management vis-à-vis de l'actionnariat salarié est déterminante. Young (1991) fait de l'adhésion des dirigeants au concept de l'actionnariat salarié la première condition de la satisfaction des salariés⁸⁵. Elle ajoute que l'information doit être partagée de haut en bas et de bas en haut de la hiérarchie.

Certains résultats empiriques nuancent les conclusions précédentes. Ils indiquent une relation nette entre la participation aux décisions et les attitudes favorables des salariés. Tout d'abord, même si l'étude longitudinale de Long (1981) a renforcé la crédibilité de l'argument instrumental, il indique que les changements d'attitudes des salariés ne s'inscrivent pas dans la durée. Il constate que les effets bénéfiques sur le comportement des salariés s'estompent dans les dix-huit mois suivant l'introduction de l'actionnariat salarié dans l'entreprise qu'il étudie. Ce résultat s'inscrit dans une remarque de Rosen, *et al.* (1986)⁸⁶ qui observent que les plans d'actionnariat salarié les plus efficaces sont ceux qui renforcent sans cesse l'idée d'actionnariat des salariés. Dans ces entreprises, ajoutent-ils « l'actionnariat salarié devient un processus constamment renouvelé plutôt qu'un événement discret qui se concrétise une fois par an le jour où le salarié reçoit le solde de son compte » (notre traduction, p. 9). Tucker, *et al.* (1989) adoptent eux aussi une perspective longitudinale en étudiant les attitudes des salariés avant et après l'adoption d'un plan d'actionnariat salarié. Leurs résultats ne révèlent pas d'influence des mesures de la participation aux décisions sur les attitudes des salariés. Sockell (1985) parvient à des conclusions comparables et ajoute qu'au sein des trois cas étudiés, l'actionnariat salarié n'est pas parvenu à répondre aux attentes des salariés en terme de participation.

S'agissant de la participation des salariés à la gestion de l'entreprise, Rosen, *et al.* (1986) font état d'une relation entre le désir des salariés de participer aux décisions et l'évolution de la valeur financière de leur investissement. Selon eux, la volonté des actionnaires salariés de participer aux décisions dépendrait de la santé financière de leur entreprise. Le désir de participer aux décisions étant accru lorsque la valeur de leurs actions est faible. Dans un contexte favorable, la participation aux décisions aurait donc un faible impact sur le comportement des salariés. Les remarques de Rosen, *et al.* (1986) sont à rapprocher de celles de French (1987). Selon lui, les salariés considèrent l'actionnariat salarié comme un investissement bien plus que comme une mesure leur permettant de participer aux décisions.

⁸⁴Dégager des fonds propres ou s'assurer contre une OPA.

⁸⁵La liste des dix conditions définies par Rosen et Young (1991) forment la « theory O » (Theory of Ownership).

⁸⁶Corey Rosen est l'actuel Président du *National Center for Employee Ownership* (NCEO).

D'après Hammer & Stern (1980), les salariés considèrent que leurs dirigeants sont les propriétaires réels de l'entreprise. A un équilibre des pouvoirs de décision des salariés et des dirigeants, les salariés préfèrent la répartition traditionnelle des pouvoirs où le management est prépondérant. D'après French (1987), la satisfaction des actionnaires salariés dépendrait notamment de l'opinion qu'ils ont de leurs dirigeants. Il suppose que les actionnaires salariés retirent une satisfaction lorsque leurs dirigeants sont considérés honnêtes et compétents. Du fait de leur investissement, ils sont en effet davantage susceptibles que leurs collègues non actionnaires de bénéficier de ces qualités. A l'inverse, ils ont plus à perdre si les dirigeants sont incompetents. En terme de gouvernance, le risque qu'ils encourent devrait donc les motiver à renforcer le contrôle de la gestion de leurs dirigeants.

2.3. Le modèle de la satisfaction extrinsèque

Plusieurs des études empiriques mentionnées dans la section précédente suggèrent que la satisfaction des actionnaires salariés provient des gains retirés de leur investissement. Cette hypothèse est issue du modèle extrinsèque de l'actionnariat salarié et la conception des incitations sur laquelle cette hypothèse repose est notamment compatible avec les conclusions du modèle d'agence. Les incitations financières issues de la participation financière des salariés auraient pour but de rendre compatibles les intérêts des salariés et des actionnaires. Les tests empiriques du modèle extrinsèque se sont donc focalisés sur les mesures financières susceptibles d'influencer le comportement des actionnaires salariés. Ces incitations peuvent prendre plusieurs formes. Les pays qui ont mis en œuvre des dispositifs juridiques permettant de favoriser la participation financière des salariés ont cherché à les rendre attractifs pour les parties prenantes en les assortissant d'incitations fiscales importantes. En France, incitations fiscales et avantages accordés par l'entreprise sont attribués dans le cadre des PEE. Aux Etats-Unis, la plupart des recherches empiriques s'intéressant aux effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes des salariés ont porté sur les plans *ESOPs*. A la différence des PEE, les *ESOPs* ont essentiellement vocation à être investis en actions de l'entreprise.

L'actionnariat salarié s'accompagne de plusieurs types d'incitations financières. Tout d'abord, au travers de l'abondement, une entreprise française peut ajouter un versement complémentaire à celui du salarié⁸⁷.

⁸⁷De telles contributions sont aussi possibles dans le cadre des deux principaux véhicules de l'actionnariat salarié (*Employee Stock Ownership Plans* et *401(k) plans*). On parle le plus souvent de *matching contributions in company stock* aux Etats-Unis.

Les gains en capitaux sont une autre source d'incitation financière. Ils sont liés à l'évolution du cours de l'action de l'entreprise. Cet aspect revêt un intérêt particulier pour les attitudes au travail. En effet, on suppose que les fluctuations du cours de l'action peuvent avoir des effets opposés sur le comportement des salariés ; bénéfiques dans le cas d'une hausse et néfastes lors des baisses de cours.

Comme tout actionnaire, les actionnaires salariés peuvent bénéficier du versement de dividendes sur les actions qu'ils détiennent.

A l'occasion d'une ACRS⁸⁸, la décote sur le cours de l'action peut être accordée à un salarié qui souhaite souscrire des actions de son entreprise⁸⁹. La décote équivaut pour l'entreprise à accorder un rabais sur le prix de son action. Ces rabais sur le prix de l'action peuvent prendre la forme d'actions gratuites. Les opérations d'ACRS peuvent aussi permettre aux salariés de souscrire des actions de leur entreprise en bénéficiant de conditions d'endettement privilégiées.

Les recherches empiriques ayant cherché à tester le modèle extrinsèque ont tout d'abord considéré les mesures objectives des composantes mentionnées ci-dessus. Elles ont par ailleurs mesuré les perceptions des actionnaires salariés concernant la performance financière de leur investissement.

French & Rosenstein (1984), dans une recherche empirique menée sur un échantillon de 650 employés actionnaires d'une entreprise de climatisation, concluent, notamment, à l'importance des incitations financières dans les perceptions des salariés actionnaires. Ils constatent en effet que 75% des actionnaires salariés considèrent l'actionnariat salarié avant tout comme un investissement. Ils indiquent pourtant que la valeur perçue par les salariés de leur investissement n'a pas une influence significative sur les attitudes des salariés. La conception que l'actionnariat salarié est avant tout perçu comme un investissement plutôt que d'une mesure permettant de favoriser la participation des salariés est affirmée par French (1987). Il considère que l'actionnariat salarié n'est pas un mécanisme de contrôle par les salariés. Les salariés agiraient donc comme des investisseurs et leur comportement serait en fait motivé par les gains financiers. L'insatisfaction des salariés actionnaires liée à de mauvaises performances de l'entreprise susciterait leur volonté de participer aux décisions de l'entreprise.

⁸⁸Ces événements donnent lieu à la communication d'un document de référence diffusé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

⁸⁹Bien que l'augmentation de capital réservée aux salariés soit une opération exceptionnelle, elle n'est pas déconnectée du PEE. En effet, les sommes investies par les salariés à l'occasion de ces opérations sont le plus souvent bloquées dans le PEE.

French expose en fait l'existence d'un cercle vertueux engendré par l'actionnariat salarié dans lequel la performance susciterait la satisfaction et la motivation des salariés à travailler et à être productifs, et donc, la performance. Cette relation peut s'inverser si la firme rencontre des problèmes financiers.

Rosen, *et al.* (1986) et Klein (1987) ont contribué à démontrer la pertinence du modèle extrinsèque en concluant qu'il expliquait le mieux l'impact de l'actionnariat salarié sur les attitudes des salariés au travail. Ils constatent par ailleurs que « le modèle extrinsèque de la satisfaction était en cohérence avec la littérature économique sur les relations principal-agent qui suggère que les incitations financières telles que le salaire au mérite, le partage des profits et – par extension – l'actionnariat salarié, peuvent rendre la fonction d'utilité des agents (les employés) compatible avec celle du principal (les actionnaires) » (Klein 1987, p. 321, notre traduction). Les variables retenues pour tester le modèle extrinsèque étaient la moyenne des abondements octroyés par les 37 firmes de l'échantillon pendant les trois années précédentes, les variations du cours de leur action sur les deux années précédentes⁹⁰. Klein montre que les abondements sont positivement et significativement corrélés avec la satisfaction des employés, leur implication dans la firme, et négativement avec leur intention de la quitter. Klein constate que l'évolution du cours de l'action n'a pas d'effet significatif. Dans l'échantillon étudié, les abondements représentaient en effet des montants beaucoup plus importants que les gains provenant de l'évolution de la valeur de l'action.

La contribution de Klein à la connaissance du phénomène de l'actionnariat salarié nous intéresse plus particulièrement en ce qu'elle est la première à relier actionnariat salarié et théorie de l'agence même si cette recherche ne constitue pas un test empirique de cette théorie. Barney (1990) a proposé un test du modèle d'agence dans le cadre de l'actionnariat salarié dans 32 entreprises japonaises. Il constate que la présence d'actionnariat salarié diminue le conflit d'agence entre salariés et actionnaires dont il mesure l'intensité par le coût du capital. Dans un contexte d'efficience des marchés, il considère en effet que ce proxy contient l'information relative au conflit d'intérêt entre les actionnaires et les salariés. L'atténuation de ce conflit d'intérêt lié à la présence d'actionnariat salarié conduit selon lui à une baisse du coût du capital.

Buchko (1992a), Buchko (1992b) et Buchko (1993) est parvenu à des conclusions similaires à celles de Klein (1987) et Rosen, *et al.* (1986). Les mesures objectives du modèle extrinsèque ont une influence sur les attitudes des salariés : satisfaction, implication, intention de départ.

⁹⁰Rentabilité sur le cours de l'action durant les deux années précédant la recherche. Le versement de dividendes n'a pas été pris en compte.

Les résultats auxquels Gamble, *et al.* (2002) parviennent corroborent l'hypothèse extrinsèque au sein d'une compagnie aérienne. La valeur financière du plan d'actionnariat salarié s'avère être déterminante des attitudes des pilotes interrogés.

Bien que certains résultats aient mis en doute sa validité⁹¹, la plupart des tests empiriques du modèle extrinsèque ont confirmé l'influence de ses mesures sur les attitudes des salariés.

L'efficacité des incitations financières repose notamment sur les caractéristiques de l'actionnaire salarié en terme de revenu et de patrimoine. Lambert, *et al.* (1991) mettent en évidence la nécessité de tenir compte de cet aspect. « La valeur d'une composante spécifique de rémunération et l'incitation qu'elle crée dépendent en théorie de la composition du panier de rémunération et de la structure du patrimoine de son bénéficiaire »⁹². Cette remarque montre qu'il est important de tenir compte de la valeur des incitations relativement aux autres composantes de revenus et de patrimoine des actionnaires salariés. Nous constatons que la composition du patrimoine du salarié peut aussi conduire son choix d'investir dans des actions de son entreprise.

Le pouvoir explicatif du modèle extrinsèque a été confirmé par les études empiriques anglo-saxonnes. Il en résulte que l'actionnariat salarié peut être envisagé du point de vue de la théorie de l'agence. Il semble qu'un consensus se soit formé autour des modèles extrinsèque et instrumental. L'association de gains financiers et de la participation aux décisions est une combinaison efficace aboutissant à des attitudes favorables des salariés vis-à-vis de leur travail. Le statut d'actionnaire en lui-même ne semble pas aboutir à de réels changements d'attitudes des salariés. Il convient néanmoins de préciser que les phénomènes psychologiques qu'il met en exergue se prêtent difficilement à des tests empiriques. La traduction empirique des hypothèses instrumentale et extrinsèque ne génère pas autant de difficultés aux chercheurs.

Participation aux bénéfices et participation aux décisions sont deux des trois principaux droits attachés à la propriété d'un actif. Le dosage de leur combinaison donne lieu à différentes formes d'organisation dont Ben-Ner & Jones (1995) dresse la typologie suivante :

⁹¹Tucker, *et al.* (1989) et Pendleton (2001).

⁹²Cité par Desbrières (2002). Sur ce thème, on pourra aussi consulter Degeorge *et al.* (2004).

Tableau 3 : Typologie des différentes formes d'actionnariat salarié,
Notre traduction d'après Ben-Ner & Jones (1995)⁹³, p. 534.

Droits sur les profits détenus par les employés	Droits de contrôle détenus par les employés			
	Aucun	Participation au contrôle	Partage du contrôle	Contrôle dominant
Aucun	OA ₁ ⁹⁴ Firmes conventionnelles	OA ₂ Cercles de qualité impliquant une majorité du personnel	OA ₃ Représentation des salariés au conseil d'administration	OA ₄ Propriété industrielle commune britannique
Faibles	OA ₅ Firmes avec accord de participation ou ESOPs	OA ₆ Participation financière et participation aux décisions	OA ₇ Co-détermination	OA ₈ Coopératives de vente britanniques
Moyens	OA ₉ ESOPs	OA ₁₀ Plans Scanlon	OA ₁₁ Coopératives de production	OA ₁₂ Coopératives de production
Majoritaires	OA ₁₃ ESOPs	OA ₁₄ ESOPs	OA ₁₅ ESOPs	OA ₁₆ Coopératives de production

Les variables étudiées dans le cadre des recherches empiriques mentionnées précédemment permettent de constater que l'actionnariat salarié n'est pas un concept simple et unidimensionnel. Cette complexité ne permet pas une classification aisée. D'après Sesil, *et al.* (2001), les quatre dimensions importantes de l'actionnariat salarié sont :

- Le pourcentage d'employés qui sont actionnaires ;
- Le pourcentage de capital détenu par les salariés ;
- Les différences des contributions des employés ;
- Les prérogatives et les droits conférés aux employés.

Ces quatre variables s'inscrivent dans une conception de l'actionnariat salarié associant participation financière et participation aux décisions. Kato (2000) remarque que les entreprises japonaises ont tendance à considérer la participation financière comme faisant partie d'un ensemble de mesures participatives comprenant différentes formes de participation. Jones & Kato (1993) remarquent que l'environnement participatif japonais conduit à des effets positifs de l'actionnariat salarié plus importants dans ce pays qu'aux États-Unis. Les entreprises japonaises associent en effet plusieurs mécanismes de participation financière et de participation aux décisions.

En France, les pratiques de partage des profits sont répandues. La participation des salariés au résultat de l'entreprise, l'intéressement et l'actionnariat salarié constituent des dispositifs

⁹³La typologie originale mentionne des exemples d'entreprises pour chacun des arrangements. Ils permettent de différencier les arrangements très similaires. Afin d'éviter tout anachronisme, nous ne reportons pas ces exemples.

⁹⁴OA signifie *Ownership Arrangement*.

d'épargne salariale souvent associés. L'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur le comportement et les attitudes des salariés ne semble pas pouvoir faire l'économie d'une prise en compte des interactions entre ces différents systèmes d'incitations. Ils contribuent à la définition d'un environnement participatif.

Dans le cadre de recherches empiriques, ces différentes recettes participatives doivent être prises en compte au risque d'interpréter les effets d'un système de partage des profits comme étant ceux d'un autre⁹⁵. Les résultats de Kardas, *et al.* (1994) montrent cette complémentarité entre les systèmes d'incitations. Ils constatent que les salariés distinguent une participation « psychologique » d'une participation « réelle »⁹⁶. Arcimoles (d') & Brillet (2000) y voient la confirmation de la dimension systémique des pratiques de gestion des ressources humaines.

Conclusion du chapitre

La question que Joseph Blasi (1988) pose dans son ouvrage : *Employee ownership : revolution or ripoff ?*⁹⁷ nous interroge sur les véritables motivations conduisant à mettre en œuvre l'actionnariat salarié. Est-il une Révolution qui permet de mettre un terme au débat idéologique opposant Capital et Travail ? Est-il une ruse des dirigeants destinée à servir leurs propres intérêts ? A ces questions, Joseph Blasi répond :

« [L'actionnariat salarié] est une escroquerie lorsqu'il utilise les fonds publics pour servir les intérêts des employés les mieux payés ou qu'il permet aux dirigeants de s'enraciner. Il est une tromperie lorsqu'il nie les droits de vote des salariés et qu'il limite les droits et les responsabilités accordés traditionnellement aux actionnaires. Il est décevant lorsque les faibles sommes qu'il représente ou la promesse d'en bénéficier lors du départ en retraite empêche toute identification du salarié à son entreprise. Il est peu incitatif s'il n'est pas couplé avec des systèmes de partage des profits à court terme permettant une participation immédiate au succès de l'entreprise » (notre traduction, p. xi).

Joseph Blasi fustige enfin le discours des promoteurs de l'actionnariat salarié qui déclarent que la détention d'actions par les salariés améliore systématiquement la performance.

La critique de Blasi évoque plusieurs des débats théoriques, empiriques et quelquefois idéologiques que suscite l'actionnariat des salariés. Elle résume assez bien les résultats exposés dans la présente section. L'efficacité de l'actionnariat salarié repose sur les gains

⁹⁵Pérotin et Robinson (2003a).

⁹⁶Cette distinction avait déjà été proposée par Pierce *et al.* (1991).

⁹⁷Nous pouvons le traduire par: « Actionnariat salarié : Révolution ou Arnaque ? ».

financiers qu'il apporte aux salariés d'une part, et sur les pratiques participatives qui l'accompagnent d'autre part. Ces preuves empiriques confirment aussi les mots de Michel Crozier (1970) :

« La participation, en fait, n'a de sens pour un subordonné que si on la lui paye en argent, en pouvoir, en chances pour l'avenir, car c'est quelque chose qui lui coûte affectivement et rationnellement. Si l'on pense que la participation des subordonnés vaut la peine d'un tel investissement car l'organisation qui la tente en tirera de grands bénéfices, alors il faut être prêt à en payer le prix qui sera à la mesure des gains possibles. Mais si l'on pense que les subordonnés n'ont pas grand chose à offrir et qu'il ne faut les faire participer que pour leur faire plaisir, ou parce que c'est la mode, ou parce qu'on pense que cela élèvera le moral, alors ce n'est pas la peine d'essayer, car on est sûr à l'avance de l'échec ».

Les mots des deux auteurs introduisent l'idée que l'actionnariat salarié peut influencer le système de gouvernement de l'entreprise. Selon Blasi, l'actionnariat des salariés peut être utilisé pour favoriser l'enracinement des dirigeants. Il affirme enfin que les actionnaires salariés ne doivent pas être privés des droits dont dispose l'ensemble des actionnaires. Cette remarque fait référence à la possibilité offerte aux entreprises américaines de distribuer à leurs salariés des actions sans droits de vote. En outre, dans le cadre des *Employee Stock Ownership Plans*, les droits de vote des salariés peuvent être exercés par les membres d'un conseil (*Employee Stock Ownership Trust*). Les *trusts*, comparables aux conseils de surveillance des Fonds Communs de Placement Entreprise ne permettent pas aux salariés de s'exprimer directement dans les assemblées générales de leur entreprise. La procédure de désignation des membres de ces conseils privilégie souvent les équipes dirigeantes.

Dans ce chapitre, nous avons exposé plusieurs des arguments théoriques fondant les effets incitatifs de l'actionnariat salarié. La littérature portant sur l'actionnariat salarié postule notamment un lien de causalité bénéfique entre actionnariat salarié et attitudes au travail par le biais de facteurs psychologiques, participatifs et financiers. Or, les corrélations mesurées par les recherches évoquées dans ce présent chapitre ne signifient pas causalité⁹⁸. D'un autre point de vue, celui de notre problématique – comprendre les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise – il est concevable que la causalité envisagée par les recherches mentionnées puisse être inversée. La satisfaction, la motivation, l'implication, l'engagement et la faible intention de départ d'un salarié seraient autant de moteurs de son désir de devenir propriétaire de son entreprise. Ces attitudes au travail peuvent être couplées à

⁹⁸ A l'exception de Renaud, *et al.* (2004) qui adopte une démarche longitudinale.

la volonté d'acquérir le statut d'actionnaire salarié, à la participation aux décisions perçue ainsi qu'à la satisfaction d'avoir réalisé des gains conséquents.

***Chapitre deuxième :
Les effets de l'actionnariat salarié
pour l'entreprise***

Chapitre deuxième : Les effets de l'actionnariat salarié pour l'entreprise

Introduire l'actionnariat salarié dans une organisation n'est pas sans conséquence sur son fonctionnement. Les études réalisées sur ce thème laissent penser que l'actionnariat salarié peut répondre à plusieurs objectifs. Il permet notamment de faire participer les salariés à la prise de décision en les associant plus étroitement aux objectifs et à la stratégie. De la participation financière à la participation institutionnelle des salariés, il n'y a qu'un pas que les entreprises françaises cotées ne sont pas toujours disposées à franchir.

La loi du 19 février 2001 a en effet introduit la possibilité pour l'actionnariat salarié d'être représenté au conseil d'administration lorsque celui-ci représentait 3 % du capital. Le président peut ainsi convoquer une assemblée générale extraordinaire afin de « se prononcer sur l'introduction dans les statuts d'une clause prévoyant qu'un ou plusieurs administrateurs soient nommés parmi les salariés actionnaires ou, le cas échéant, parmi les salariés membres du conseil de surveillance d'un Fonds Commun de Placement Entreprise détenant des actions de la société ». Le capital ainsi mesuré est celui détenu de façon collective (FCPE ou SICAVAS) au sein d'un plan ou non, ou émis en contrepartie de la participation. Cette procédure doit être renouvelée tous les trois ans. Si les statuts sont ainsi modifiés, le président organise l'élection des « candidats salariés actionnaires administrateurs ».

Les firmes concernées par le seuil des 3 % n'ont pas, pour la plupart, utilisé cette possibilité⁹⁹. La mise en œuvre de l'actionnariat salarié peut correspondre à des objectifs moins affichés, néanmoins étudiés par la littérature.

Enfin, nous nous intéressons aux résultats empiriques des recherches qui se sont focalisées sur la relation entre actionnariat salarié et performances de l'entreprise.

1. Les effets de l'actionnariat salarié sur le gouvernement de l'entreprise

Les développements relatifs au gouvernement d'entreprise s'inscrivent dans la lignée de la conclusion de Berle & Means (1932) à propos des entreprises modernes. Ils constatent que les entreprises sont de plus en plus caractérisées par la séparation des fonctions de propriété et de contrôle. Leur contribution est considérée comme fondatrice de la théorie

⁹⁹Desbrières (2002).

positive de l'agence¹⁰⁰ en référence de laquelle les théories du gouvernement d'entreprise se sont largement développées. La théorie positive de l'agence s'ancre dans la divergence d'intérêts existant entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise. Ce conflit d'intérêts et l'asymétrie d'information qui l'accompagne sont propices au détournement du bénéfice résiduel de l'entreprise par le dirigeant. Ce dernier détient en effet des informations privilégiées sur la marche de l'entreprise qu'il peut exploiter afin de se constituer des bénéfices privés. Pour conserver ce statut privilégié aussi longtemps que possible, le dirigeant peut adopter des stratégies d'enracinement. Se faisant, il rend son renvoi plus coûteux pour l'entreprise. La théorie positive de l'agence s'intéresse aux recettes permettant de limiter les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires dans le but d'éviter la spoliation de ces derniers. Dans cette perspective, elle a donné naissance aux questionnements sur le gouvernement d'entreprise. Ainsi, Charreaux (1997b) définit le gouvernement d'entreprise comme « l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui “gouvernent” leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». D'après Tirole (2001), la définition du gouvernement d'entreprise s'apparente à la défense des intérêts des actionnaires. Pour leur part, Shleifer & Vishny (1997) définissent le gouvernement d'entreprise comme les « moyens par lesquels les apporteurs de fonds des entreprises assurent la rentabilité de leur investissement » (notre traduction, p. 737). Zingales (1998) remarque que le terme gouvernance s'apparente à celui d'autorité. L'autorité n'avait pas eu de place dans la pensée économique jusqu'à l'émergence de la théorie des coûts de transaction proposée par Coase (1937). En référence à cette théorie, Zingales (1998) définit le « système de gouvernance comme un ensemble complexe de contraintes qui façonnent les règles de négociation *ex post* sur les rentes générées au cours de la relation » (notre traduction).

La conception d'inspiration anglo-saxonne donne pour principal objectif au gouvernement d'entreprise la défense des intérêts des actionnaires. Du point de vue de la théorie des parties prenantes¹⁰¹, cet objectif ne doit pas se restreindre aux seuls actionnaires mais doit être élargi à l'ensemble des partenaires de l'entreprise : clients, fournisseurs, employés, collectivités. Cette théorie peut substituer à l'objectif de maximisation de la valeur pour l'actionnaire celle de la maximisation de la valeur partenariale¹⁰². Selon Zingales (2000),

¹⁰⁰Williamson (1988). Nous désignons par théorie positive de l'agence le courant théorique qui s'intéresse principalement à la « technologie du contrôle et des obligations sur la forme des (...) contrats et des organisations » (notre traduction) selon Jensen (1983).

¹⁰¹Nous faisons référence à la *stakeholder theory* développée notamment par Hill et Jones (1992).

¹⁰²Concept développé par Charreaux et Desbrières (1998).

les différentes approches de la finance d'entreprise trouvent leur source dans des conceptions spécifiques de l'entreprise. De ces différentes approches de la firme dépendent aussi des systèmes de gouvernement d'entreprise. Ainsi, considérer une entreprise comme un nœud de contrats implicites et explicites peut conduire à la reconnaissance du statut de créancier résiduel des parties prenantes.

Le statut d'actionnaire confère aux salariés le droit de participer aux assemblées générales des propriétaires de l'entreprise et de s'y exprimer. Nous présentons ci-après les deux principales problématiques posées par l'actionnariat salarié au gouvernement d'entreprise. La première concerne la possibilité pour un actionnaire salarié de siéger au conseil d'administration. La seconde a trait à l'influence que l'actionnariat salarié peut avoir sur le comportement des dirigeants et les décisions stratégiques auxquelles ils sont confrontés.

L'exercice du pouvoir de contrôle s'exerce par le biais de la participation aux assemblées générales d'actionnaires. L'exercice effectif de la fonction de contrôle des décisions du dirigeant est délégué le plus souvent au conseil d'administration. De ce fait, la présence au conseil d'administration témoigne de la reconnaissance du droit de contrôle. On considère donc que l'octroi d'un poste d'administrateur à un représentant des actionnaires salariés est essentiel pour permettre à ces derniers d'exercer pleinement leur droit et d'influencer les décisions. Cette participation des salariés actionnaires au conseil d'administration de leur entreprise peut être envisagée du point de vue de différentes théories de l'entreprise. Dans les sections suivantes, nous constatons que la réponse théorique à la question : « les actionnaires salariés doivent-ils prendre part aux décisions de l'entreprise ? » est différente selon le point de vue adopté et la conception de la firme retenue. En outre, les tests empiriques qui étudient l'influence de l'actionnariat salarié sur le gouvernement de l'entreprise ont pour la plupart retenu le critère de la création de valeur pour l'actionnaire.

1.1.La participation des actionnaires salariés au conseil d'administration

Selon Desbrières (2002), deux thèses concurrentes peuvent être évoquées. La première postule que l'actionnariat salarié peut avoir des effets bénéfiques sur le gouvernement d'entreprise. Il améliorerait en effet le fonctionnement des mécanismes de contrôle et permettrait la convergence des intérêts des parties prenantes. L'autre thèse considère que la participation des salariés actionnaires aux décisions n'est pas souhaitable. Le pouvoir de décision des actionnaires salariés se reflète d'abord dans les prérogatives données à tout actionnaire. Les salariés actionnaires peuvent participer aux décisions prises en assemblée

générale. Ils peuvent désigner et être désignés membres des conseils d'administration ou de surveillance. Les arguments s'opposent en ce qui concerne la participation des actionnaires salariés au conseil d'administration. De l'avis de Rosen (1991), les débats au sujet du rôle de l'actionnariat salarié dans le gouvernement de l'entreprise ont davantage été de nature idéologique qu'empirique. Desbrières (2002) confirme que la problématique du rôle de l'actionnariat salarié dans les systèmes de gouvernance demeure peu traitée¹⁰³. De ce fait, les arguments en présence sont souvent inspirés de la littérature sur les entreprises autogérées ou les coopératives de production. Ces organisations diffèrent sensiblement de la plupart des entreprises qui adoptent l'actionnariat salarié. En effet, la majorité de leur capital est détenue par les salariés.

Concernant le débat sur le contrôle des actionnaires salariés, il convient de replacer quelque peu les remarques de Rosen dans leur contexte. Aux Etats-Unis, les arguments s'opposent davantage sur la nécessité d'accorder des droits de vote aux actionnaires salariés. En France, ces droits de vote peuvent être exercés soit directement – lorsque le salarié détient ses actions en direct ou que le règlement du FCPE d'actionnariat salarié dont il détient des parts le prévoit – soit indirectement – lorsque le règlement du FCPE dont il détient des parts le prévoit. La problématique se déplace au niveau de la participation des actionnaires salariés au conseil d'administration. Le droit français reconnaît déjà le droit des salariés (non actionnaires) à être représentés au conseil d'administration. La revendication des salariés actionnaires à participer au conseil d'administration repose sur le fait que, à la différence des autres salariés, les risques qu'ils supportent sont doubles, sociaux et financiers. Pourtant, la participation des salariés à la gestion de l'entreprise fait l'objet de critiques. L'influence des salariés serait source d'inefficience. Par ailleurs, plutôt que d'améliorer le système de gouvernance, la participation des salariés aux décisions le dégraderait.

1.1.1. Les risques de la participation des salariés au conseil d'administration

Plusieurs arguments s'opposent à la participation des salariés à la gestion de l'entreprise. D'après Blair & Kochan (2000), les développements théoriques sur l'actionnariat salarié font souvent référence à la littérature sur les coopératives et les firmes autogérées. Ces dernières se différencient pourtant des entreprises pratiquant l'actionnariat salarié à bien des égards. Les firmes autogérées peuvent notamment adopter la règle « un homme = une voix » et être caractérisées par des structures juridiques très spécifiques. En outre, l'actionnariat salarié est

¹⁰³ A l'exception de Blair (1995), Blair et Kochan (2000), Blair et Roe (1999), Desbrières (1997).

le plus souvent le fait de sociétés de capitaux traditionnelles au sein desquelles il n'est pas majoritaire. Blair & Kochan (2000) reprochent aux modèles formels d'adopter une conception binaire des entreprises en opposant entreprises autogérées et sociétés de capitaux traditionnelles et, ce faisant, de négliger les situations intermédiaires pourtant plus fréquentes. Un amalgame de situations différentes est souvent fait. Firms autogérées, co-détermination et entreprises avec actionnariat salarié sont souvent la cible de critiques équivalentes alors que leurs structures juridiques sont très différentes. Déjà, Jensen & Meckling (1979) s'étonnaient que la plus grande partie de la littérature économique soit dans l'incapacité de définir les arrangements institutionnels des firms autogérées. Les amalgames ont conduit à diriger les critiques des firms autogérées à l'encontre de l'actionnariat salarié. Les critiques de la participation des salariés à la gestion que nous mentionnons ont été pour la plupart dirigées contre les firms autogérées.

Comme le souligne McCain (1982), les arguments sont de nature formelle et informelle. Les modèles formels se concentrent tout d'abord sur l'efficacité, le niveau d'emploi, le niveau de la production et le niveau des salaires. McCain (1982) constate que les modèles formels¹⁰⁴ parviennent à des conclusions similaires qui se basent pour la plupart sur le pouvoir de négociation au sens de l'économie de l'information. Tout d'abord, les politiques menées par la firme doivent prendre en compte les intérêts de tous les salariés associés et conduire à une situation pareto-optimale. En revanche, le critère de l'efficacité parétienne n'est pas toujours atteint lorsque les intérêts des salariés non actionnaires sont pris en compte dans les modèles. De plus, la présence de profits non nuls entraînent des restrictions sur le recrutement ayant pour conséquence une baisse de la production. Les salariés rechigneraient à partager les profits en un plus grand nombre de parts. Les conclusions des modèles basés sur la négociation indiquent ensuite que les augmentations de salaire sont proportionnelles aux augmentations de profits. Les modèles montrent que les firms gérées par leurs salariés auraient tendance à favoriser les augmentations de salaire, que leur niveau d'emploi et de production sont plus faibles. Un autre argument formulé à l'encontre de la participation des salariés aux décisions provient des conclusions de Furubotn & Pejovich (1972). D'après l'effet éponyme, les salariés seraient caractérisés par un horizon temporel restreint par rapport à celui de la firme dont les investissements s'inscrivent dans le long terme. Les salariés auraient tendance à attribuer peu de valeur aux investissements en capital dont ils ne tireraient pas de profit une fois sortis de la firme, après leur départ en retraite notamment. En conséquence, les programmes d'investissement votés par les salariés peuvent être insuffisants.

Le problème du contrôle est fréquemment avancé à l'encontre de la participation des salariés à la gestion. L'attribution du contrôle aux salariés conduit à une dilution de celui-ci. Plusieurs auteurs se soucient de ce phénomène. La théorie des droits de propriété s'intéresse à ce problème en précisant que la dispersion des droits de propriété atténue le droit que détiennent les propriétaires d'organiser l'entreprise comme ils le souhaitent. Cette dilution des droits de propriété est source d'inefficience¹⁰⁴. Cette conception est similaire à celle du « *Mice will play* » de Carson (1977). La répartition à l'ensemble des salariés des droits sur la créance résiduelle et sur le contrôle n'incite pas les salariés à exercer un contrôle efficace. L'expression de Carson fait référence au proverbe : « Quand le chat n'est pas là, les souris dansent ». Il signifie ainsi qu'une dilution des droits de propriété aux salariés ne peut qu'entraîner le laxisme. On retrouve pourtant ici la critique adressée à toutes les entreprises modernes par Berle & Means (1932) concernant la diffusion de leur capital. A propos de la codétermination, Mintzberg (1983) considère qu'attribuer à un salarié un droit de vote pour élire un représentant qui est éloigné de lui n'est pas motivant. En réalité, les salariés demeurent éloignés du pouvoir. Il adhère aux résultats du psychologue Mulder (1971) d'après lesquels cette forme de participation des salariés à la gestion a plutôt tendance à accentuer les inégalités entre ceux qui exercent le pouvoir et ceux qui y sont soumis. Mulder conclut qu'« une plus grande participation permet aux plus puissants d'exercer leur pouvoir plus efficacement ». Les critiques de Mintzberg et Mulder portent sur l'efficacité des systèmes démocratiques dans l'entreprise. Ces thèses s'opposent à celles de McNulty (1975) qui va jusqu'à réclamer que le management tire sa légitimité de son élection par les salariés. L'article déjà mentionné de Jensen & Meckling (1979) récapitule en quelque sorte les critiques adressées aux firmes autogérées. D'après ces auteurs, cinq problèmes majeurs se posent pour ces organisations :

- L'impossibilité de « location pure » (*Impossibility of pure-rental*) ;
- Le problème de l'horizon temporel des salariés (*Horizon problem*) ;
- Le problème de la propriété commune (*Common-property problem*) ;
- Le problème de la non-transférabilité (*Non-transferability problem*) ;
- Le problème du contrôle (*Control problem*).

¹⁰⁴Furubotn et Pejovich (1974), Furubotn (1978), Aoki (1980), Svejnar (1980) et Svejnar (1982).

¹⁰⁵On trouve des illustrations de ce point de vue dans Furubotn et Pejovich (1974), Pejovich (1978) ; Furubotn (1978), Jensen et Meckling (1979) et Bergmann (1975).

Nous avons déjà abordé la question du contrôle et de l'horizon temporel des salariés. Le troisième inconvénient induit que les salariés en place n'ont pas intérêt à ce que de nouveaux salariés soient embauchés. Cette embauche entraînerait en effet une dilution de la richesse qu'ils se partagent. Selon Jensen & Meckling (1979), les droits des salariés ne sont pas cessibles. En effet, dans le cas d'une firme autogérée, les droits résiduels sont attachés au statut de salarié. Cette non-transférabilité est la source de deux problèmes : un problème de surveillance (*monitoring problem*) et un problème de portefeuille (*portfolio problem*). La première critique est équivalente à la notion de « *Mice will play* » exprimée par Carson (1977). La large diffusion des droits de propriété induit qu'aucun salarié n'a un intérêt suffisamment important à se spécialiser dans l'activité de surveillance. La non-transférabilité de leur droit de propriété engendre un sérieux problème de diversification de portefeuille. Ce problème qui est le fondement de notre questionnement est d'autant plus prononcé dans le cas des firmes autogérées. Certains actifs d'une exploitation sont intangibles mais essentiels à sa prospérité. Le caractère intangible de ces actifs les rend impossibles à louer. Ils doivent être achetés grâce aux contributions personnelles des salariés ou par le biais de l'émission de titres financiers. Les droits des salariés et des investisseurs sur ces actifs intangibles supposent l'investissement. Ces nécessaires investissements conduisent au problème de l'horizon temporel mentionné précédemment.

Comme nous l'avons mentionné en début de section, certains des arguments proposés sont idéologiques. Ils concernent principalement des structures de propriété très spécifiques – les firmes autogérées – ou des pratiques de gestion exceptionnelles – la codétermination notamment. La situation intermédiaire dans laquelle se trouvent la plupart des entreprises dotées d'actionnariat salarié est peu étudiée. Les critiques énoncées ci-dessus sont le plus souvent inspirées de la théorie des droits de propriété. La théorie des droits de propriété se propose de montrer comment différents types et systèmes de droit de propriété agissent sur le comportement des agents individuels et par là sur le fonctionnement et l'efficacité du système économique. Les principaux droits de propriété attachés à un actif sont le droit d'utiliser un actif, d'en tirer un revenu et de le vendre. Selon Alchian (1987), la partitionnabilité, la séparabilité et l'aliénabilité des droits de propriété privée permettent l'organisation de l'activité productive dans la firme moderne. La structure de droits de propriété sur laquelle s'appuie la firme doit permettre d'une part de profiter des avantages de la spécialisation et d'autre part d'assurer un système d'incitation et de contrôle efficaces. Du point de vue de la théorie des droits de propriété, les organisations basées sur la propriété privée sont les plus efficaces. Les formes de propriété collectives qui s'accompagnent d'une

altération des attributs des droits de propriété conduiraient à une déficience des mécanismes d'incitation.

Outre les arguments issus de la théorie des droits de propriété, Desbrières (2002) indique que la théorie positive de l'agence prédit une certaine inefficacité de la participation aux décisions des actionnaires salariés. La théorie positive de l'agence désigne le conseil d'administration comme l'institution permettant la régulation des conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants. Les administrateurs représentant l'ensemble des actionnaires, un salarié actionnaire ne devrait alors siéger au conseil que dans la mesure où il est actionnaire sans pour cela représenter l'actionnariat salarié. Un administrateur ne peut en effet représenter les intérêts d'un groupe particulier d'actionnaires.

Une autre critique formulée à l'encontre de la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration tient à leur indépendance vis-à-vis des dirigeants. L'efficacité du contrôle exercé par les salariés actionnaires administrateurs dépend de cette indépendance. La collusion entre actionnaires salariés et dirigeants peut nuire aussi bien au contrôle interne exercé par le conseil d'administration qu'au contrôle externe provenant du marché des prises de contrôle. Les actionnaires salariés peuvent en effet refuser d'apporter leurs titres à une offre publique d'achat et ainsi mettre en échec les mécanismes disciplinaires du marché des prises de contrôle. Pour obtenir leur soutien, les dirigeants peuvent ainsi se constituer une clientèle d'actionnaires salariés auxquels ils réserveraient des avantages. Une enquête réalisée en 1999 par la Commission des Opérations de Bourse et le cabinet Altédia montre que la moitié des dirigeants interrogés considèrent l'actionnariat salarié comme un bon moyen de préserver une entreprise d'une prise de contrôle hostile (COB-Altédia, 1999).

En France, nous avons constaté que l'actionnariat salarié se traduit souvent par un placement dans un FCPE d'actionnariat salarié. Les porteurs de parts de FCPE investis en titres de l'entreprise peuvent exercer leur droit de vote directement si le règlement du FCPE le prévoit. Les conseils de surveillance des FCPE sont composés de représentants des salariés porteurs de parts et de représentants de l'entreprise désignés par les dirigeants. Dans le cas d'une offre publique d'achat – et si le règlement du FCPE ne prévoit pas que les droits de vote soient exercés en direct par les porteurs de parts – le conseil de surveillance prend la décision d'apporter les actions des salariés. D'après Desbrières (1997), une collusion peut exister entre les dirigeants et les gestionnaires du FCPE. Aux Etats-Unis, dans le cadre des *ESOPs*, cette collusion est manifeste puisque les gestionnaires des parts des salariés sont nommés par les dirigeants. Un tel procédé peut se justifier par le fait que les *ESOPs* sont largement considérés dans ce pays comme un outil stratégique. Les *ESOPs* sont des plans d'actionnariat collectif :

l'entreprise crée un fonds d'investissement qui acquiert des actions pour ses salariés. Les ressources du fonds sont constituées par des contributions de l'entreprise¹⁰⁶. De plus, le fonds peut emprunter auprès d'un organisme de prêt ou de l'entreprise. A l'aide de ces ressources, le fonds acquiert des actions de l'entreprise concernée, voire d'autres actions. Les *ESOPs* peuvent être considérés comme des sources de financement. Malgré les effets négatifs auxquels on peut s'attendre, Stulz (1988)¹⁰⁷ constate que l'influence des dirigeants sur les *ESOPs* peut contribuer à augmenter la valeur de la firme si le taux de participation des dirigeants est faible. La résistance aux prises de contrôle engendrée augmenterait la prime obtenue par les actionnaires externes. Outre la collusion possible entre dirigeants et gestionnaires des FCPE, les salariés actionnaires qui détiennent un droit de vote direct peuvent être tentés de le déléguer aux dirigeants de l'entreprise.

Parce qu'il est potentiellement un mécanisme d'enracinement des dirigeants, l'actionnariat salarié est très souvent considéré comme un mécanisme de défense contre les OPA très efficace. A cet égard, on peut s'attendre à ce qu'il soit mal perçu par le marché. Nous analysons ultérieurement les résultats des études d'événement qui justifient cette causalité.

1.1.2. Les avantages de la participation des actionnaires salariés au conseil d'administration

L'analyse du rôle des actionnaires salariés dans le dispositif de gouvernance ne peut faire l'économie d'une prise en compte des caractéristiques des investissements qu'ils réalisent dans l'entreprise. Les actionnaires salariés ont en effet un double statut lié aux deux catégories de capitaux dont ils sont les détenteurs¹⁰⁸. Ils apportent à l'entreprise des capitaux financiers et humains. Becker (1962) a le premier contribué au développement du capital humain. Les compétences et les connaissances nécessaires à la réalisation d'un travail peuvent seulement être acquises si un investissement en temps et en ressources est réalisé. La reconnaissance par Becker du capital humain a transformé la conception de la firme en économie et en management. L'énoncé de la théorie du capital humain repose sur le constat que certaines compétences ou connaissances dégagent une valeur bien plus importante

¹⁰⁶ Afin de bénéficier d'un régime fiscal avantageux, les contributions de l'entreprise sont plafonnées à 30 000 dollars par an et par employé et limitées à un certain pourcentage de la masse salariale. Ce pourcentage varie selon que le fonds a ou non recours à l'emprunt.

¹⁰⁷ McWilliams (1990) montre que les systèmes anti-OPA (auxquels l'actionnariat salarié peut être assimilé) peuvent avoir un effet positif lorsque les *insiders* sont peu nombreux.

¹⁰⁸ Desbrières (1997).

lorsqu'elles sont utilisées dans une situation d'emploi spécifique¹⁰⁹. Lorsque ces compétences spécifiques sont importantes, décider si une tâche doit être exécutée par une ou plusieurs personnes revêt un caractère tout à fait différent. En effet, un employé ayant réalisé des investissements spécifiques sera plus performant et son superviseur a intérêt à lui confier les tâches correspondantes. Williamson (1985) remarque que les investissements spécifiques sont difficilement transférables par le salarié. Les compétences spécifiques sont différentes d'un employeur à l'autre et le salarié supporte un coût important lorsqu'il doit en changer. Ces investissements spécifiques peuvent donner lieu aux problèmes de *hold-up* soulignés par Klein, *et al.* (1978). D'après Williamson (1985), l'investissement dans un actif met son détenteur dans une position de faiblesse relationnelle et de dépendance à l'égard des personnes avec lesquelles il mène des échanges. La valeur de son actif est conservée dans la mesure où la relation d'échange dans laquelle l'actif prend de la valeur se perpétue. Le détenteur est donc dépendant de la partie adverse et du risque d'opportunisme post-contractuel. Il peut faire l'objet d'un *hold-up*, c'est-à-dire que la partie adverse peut menacer de faire cesser la relation et de le laisser avec son actif dévalorisé. Les investissements spécifiques nécessitent donc l'adoption de structures de gouvernance protectrices. Williamson ajoute que les structures de gouvernance doivent être définies avec d'autant plus d'attention que la spécificité des actifs humains est importante¹¹⁰. Cependant, il n'indique pas quelle structure de gouvernance est en mesure de remédier aux problèmes soulevés par les investissements en capital humain spécifique. A ce sujet, Grossman & Hart (1986) montrent une solution intéressante. Le modèle qu'ils proposent considère une situation dans laquelle les parties prenantes d'une entreprise doivent réaliser des investissements spécifiques. La caractéristique de ces investissements repose dans la difficulté de leur évaluation. Ces problèmes de mesure rendent impossible la signature d'un contrat complet entre les parties. Dans cette situation, les résultats de leur modèle concluent que les droits de propriété de l'entreprise doivent être attribués à celui dont les investissements spécifiques contribuent le plus à la valeur de l'entreprise mais qui ne peuvent faire l'objet d'un contrat. Ces droits de propriété empêchent les autres participants de l'exproprier. Leurs conclusions sont proches de celles d'Aoki (1980). Ce dernier considère en effet que le capital humain spécifique repose sur les compétences et les connaissances des travailleurs de longue durée. Ce capital humain spécifique à l'entreprise augmente sa valeur à long terme. Le modèle qu'il propose conclut à la répartition des profits entre les parties prenantes en proportion de leur pouvoir de

¹⁰⁹Becker (1964).

¹¹⁰Williamson (1985).

négociation. Selon Zingales (2000), la nature de la firme a changé et le capital humain des employés est devenu l'actif le plus précieux¹¹¹. La valeur du capital humain spécifique nécessite qu'il soit protégé. Blair (1995) suggère que « lorsque les investissements en capital humain spécifique constituent une composante cruciale de la création de richesse, une importante solution au problème de gouvernance consiste à augmenter la propriété et le contrôle du capital par les employés » (notre traduction, p. 276). Pour Liebeskind (2000), les firmes caractérisées par une forte intensité en capital humain peuvent avoir recours à l'actionnariat salarié pour :

- Attirer les salariés les plus qualifiés ;
- Inciter les salariés à développer leur capital humain ;
- Fidéliser ces salariés afin de tirer profit de leurs investissements en capital humain.

La protection des investissements en capital humain et leur développement sont donc mieux assurés par la stabilité de l'emploi¹¹². A cet égard, les résultats de Blair, *et al.* (2000) suggèrent que l'actionnariat salarié favorise cette stabilité dans les entreprises américaines sans préjudice de leur efficience¹¹³. Blair & Roe (1999) considèrent que, pour les salariés qui investissent dans du capital humain spécifique, retirer ces investissements de la firme n'est jamais bénéfique et que ce coût de transfert prohibitif doit faire l'objet d'une compensation. « Ceux qui réalisent des investissements spécifiques peuvent s'attendre à recevoir une partie des gains de productivité générée par leurs investissements ; c'est-à-dire une partie du revenu résiduel, ou des surplus économiques, de l'entreprise » (notre traduction, p. 67). Le statut d'actionnaire, qui s'accompagne d'un droit résiduel et d'un droit de contrôle, permet de reconnaître et de préserver la valeur des investissements en capital humain spécifique. Selon Milgrom & Roberts (1992), « le capital humain n'est pas aisément transférable, si les droits résiduels provenant de ce capital appartiennent à ceux qui le créent, alors les arguments habituels avancés à propos des droits de propriété indiquent que le contrôle résiduel devrait aussi être attribué à ces individus » (notre traduction, p. 523). Blair (1999) ajoute que la propriété des actifs physiques incite les salariés à réaliser le niveau optimal d'investissement en capital humain spécifique¹¹⁴. Bien que Rajan & Zingales (1998) considèrent l'entreprise comme un nœud d'investissements spécifiques devant être assortis de pouvoir, ils nuancent

¹¹¹Ses conclusions se basent sur Rajan et Zingales (2000a).

¹¹²Doeringer et Piore (1971).

¹¹³Les auteurs retiennent le critère de l'évolution du cours des actions.

¹¹⁴D'après les conclusions de Grossman et Hart (1986) et Hart et Moore (1990).

l'argument de Blair (1999). En effet, si la propriété de l'entreprise peut inciter les salariés à réaliser des investissements spécifiques, elle leur donne aussi la possibilité de bénéficier de la rentabilité de ce capital sans pour autant fournir un niveau d'investissement en capital humain satisfaisant. Selon eux, le pouvoir, qui provient de l'accès aux ressources critiques de l'entreprise, peut être différencié des droits sur la créance résiduelle de l'entreprise. Dans une autre contribution, Rajan & Zingales (2000b) admettent que les droits de contrôle formels peuvent être attribués aux salariés si les pouvoirs de ces derniers sont déjà très importants. Ils précisent que cette dernière conclusion s'applique notamment aux situations dans lesquelles les salariés peuvent aisément quitter leur entreprise.

La protection des investissements humains spécifiques des salariés par leur participation au capital de l'entreprise constitue un argument important en faveur de la participation des salariés au contrôle de l'entreprise. Cette participation au capital et au contrôle de l'entreprise peut se concrétiser de plusieurs manières correspondant aux multiples réalités de l'actionnariat salarié. En effet, les salariés peuvent détenir des actions de leur entreprise sans pour autant participer aux décisions concernant sa gestion. Blair (1995) considère que la non prise en compte de ces formes intermédiaires (entre l'entreprise intégralement détenue par les salariés et l'entreprise qui ne pratique pas l'actionnariat salarié) est à la source du pessimisme concernant l'actionnariat salarié. Les critiques de l'actionnariat salarié inspirées des modèles économiques supposent qu'il s'accompagne d'un processus de décision démocratique. Or, les actionnaires salariés peuvent très bien opter pour une structure hiérarchique. L'argument selon lequel des salariés actionnaires ne maintiennent pas le capital physique provient de l'hypothèse qu'ils ne peuvent pas vendre leurs parts du capital. L'existence d'un marché financier reflétant le prix de leurs actions et sur lequel ils peuvent les vendre les incite au contraire à prendre le plus grand soin de leur outil de travail. Enfin, les modèles concluant que les entreprises contrôlées par leurs salariés ne produisent pas suffisamment se fondent sur l'hypothèse que le capital physique est fixe et que le capital humain ou le travail est variable. Les conclusions sont différentes lorsque les deux catégories d'actifs sont considérées équivalentes¹¹⁵. Tout compte fait, les entreprises dans lesquelles le pouvoir de décision est partagé ont rarement été étudiées par les modèles théoriques. Blair évoque l'exception de Freeman & Lazear (1993). Ces deux auteurs s'intéressent à une des causes d'inefficience fréquemment évoquée par les détracteurs de la participation aux décisions de l'entreprise des salariés actionnaires. Dans une entreprise traditionnelle, les actionnaires salariés exerceraient leur pouvoir de décision de façon à empêcher les fermetures

d'établissements et les licenciements. Freeman & Lazear (1993) indiquent que la décision des salariés actionnaires devrait dépendre de l'importance de leur investissement en actions de l'entreprise. Les salariés actionnaires détenant plus d'actions soutiendraient davantage ce type de décisions que leurs collègues moins engagés financièrement.

Les conclusions de Freeman & Lazear (1993) nous permettent de lier la gouvernance de l'entreprise à la condition patrimoniale des salariés. Si l'actionnariat salarié peut permettre aux salariés de protéger leurs investissements en capital humain spécifique, il représente un coût pour le salarié qui n'est pas négligeable. En investissant dans des actions de son entreprise, les salariés actionnaires se soumettent à des risques importants. Se faisant, ils lient à la fois leur capital humain et leur épargne à une seule entreprise, comportement qui s'oppose aux préconisations de la théorie moderne du portefeuille. Desbrières (1990) constate que ce problème peut entraîner une perte d'utilité pouvant causer l'échec de cette formule de participation. Cette perte d'utilité est d'autant plus grande que l'investissement des actionnaires salariés est important par rapport à leur fortune personnelle¹¹⁶. L'actionnariat salarié a ainsi pour effet d'accroître l'investissement spécifique à la firme des employés. La concentration du risque qui résulte de ce manque de diversification peut avoir des effets contre incitatifs.

La contrepartie de cette prise de risque peut être l'incitation plus forte des salariés à exercer un contrôle efficace des décisions de leurs dirigeants. De cette façon, l'efficacité du contrôle exercé par des salariés membres d'un conseil d'administration peut dépendre des investissements spécifiques réalisés dans la firme¹¹⁷. Plus les actionnaires salariés investiraient dans l'entreprise des capitaux humain et financier spécifiques et plus ils seraient incités à exercer un contrôle efficace.

Selon Desbrières (1997), la solution la moins coûteuse et la plus efficace permettant de compenser les risques encourus par les salariés actionnaires est leur participation à l'administration de l'entreprise. Leur double statut leur permettrait de confronter des sources d'informations différentes. Le salarié actionnaire occupe en effet une position singulière dans l'organisation. En tant que salarié, il appartient à la « coalition interne » de l'organisation, et il appartient à la « coalition externe » du fait de sa participation financière. Cette confrontation de différentes sources d'informations est susceptible d'améliorer le contrôle qu'ils exercent

¹¹⁵Dow (1993).

¹¹⁶Selon Lambert, *et al.* (1991), la composante spécifique de rémunération et l'incitation qu'elle crée dépendent en théorie de la composition du panier de rémunération et de la structure du patrimoine de son bénéficiaire.

¹¹⁷Desbrières (2002).

sur les dirigeants¹¹⁸. Participer au conseil d'administration permettrait aux salariés de protéger plus efficacement leurs investissements spécifiques.

Desbrières (1997) souligne que la participation au conseil engendre un partage d'informations s'avérant essentiel pour faciliter les négociations collectives, dans le cas de conflits sociaux notamment. Cramton, *et al.* (1997) étudient l'impact de l'adoption d'*ESOP* sur la négociation collective. Selon eux la présence de plans *ESOPs* n'aurait pas d'impact sur le processus de négociation collective. Mais ils soulignent que ces résultats dépendent de la part de capital détenue par les actionnaires salariés. Cet argument peut être rapproché des conclusions de Freeman & Lazear (1993).

La Bruslerie (2001) parle de « double aléa moral » pour qualifier la relation singulière qui existe entre les actionnaires salariés et les dirigeants. Chacun d'eux étant à la fois dans une situation de contrôleur et de contrôlé. Une telle situation permet non seulement de renforcer les mécanismes de contrôle mais aussi d'aligner les intérêts des actionnaires externes sur ceux des actionnaires salariés. L'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants s'en trouve ainsi réduite. D'après Smith (1991), la participation des salariés au conseil d'administration tend aussi à diminuer cette asymétrie informationnelle en limitant :

- La propension qu'ont les dirigeants à s'auto désigner comme étant la principale source de productivité et d'innovation dans l'organisation. Ces comportements justifient l'augmentation de leur rémunération et de leurs avantages.
- Les conflits provenant des divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants.
- La dissimulation ou la manipulation d'informations spécifiques par les dirigeants concernant leurs décisions et leur niveau de compétence et d'effort.

De ce point de vue, la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration peut limiter ou empêcher les dirigeants de mettre en œuvre des stratégies aboutissant à la constitution de bénéfices privés.

La perspective de gains à court terme est souvent associée au concept de création de valeur pour l'actionnaire. Le salarié, en revanche, a un intérêt à ce que son entreprise demeure rentable à long terme. Le coût de transfert de ses investissements spécifiques le conduit à adopter ce point de vue.

¹¹⁸Desbrières (1997).

1.2.Actionnariat salarié et richesse de l'actionnaire

L'actionnariat salarié peut être utilisé comme une technique anti-OPA par les dirigeants. Les employés d'une entreprise ont en effet tendance à s'opposer aux prises de contrôle dont ils peuvent être les victimes si elles supposent des licenciements. Pugh, *et al.* (2000) considèrent que l'actionnariat salarié augmente le pourcentage des *insiders*. Shivdasani (1993) et Beatty (1995) ont montré que les *ESOPs* réduisaient la probabilité d'une prise de contrôle. Cette technique peut d'ailleurs être considérée comme étant plus efficace que d'autres systèmes plus connus tels que les pilules empoisonnées, les parachutes dorés, les recapitalisations, les *Leveraged Buy Out* ou les investissements à long terme¹¹⁹ (Chaplinsky & Niehaus, 1994). Park & Song (1995) ont d'ailleurs montré que la fréquence d'utilisation des autres dispositifs anti-OPA diminuait en présence d'un *ESOP*. Les mesures permettant de décourager les prises de contrôle peuvent être analysées dans le contexte de la théorie de l'enracinement des dirigeants. Il peut exister des mécanismes grâce auxquels les dirigeants conservent une marge de liberté et élargissent leur « espace discrétionnaire » (Charreaux, 1997a). Les dirigeants peuvent ainsi échapper aux mécanismes disciplinaires. L'enracinement peut reposer sur des investissements spécifiques réalisés par les dirigeants (Shleifer et Vishny, 1989 et Morck, *et al.*, 1990). Il s'agit d'investissements complémentaires à leur capital humain, leur permettant de dégager des rentes et d'éliminer des équipes dirigeantes concurrentes sur le marché des dirigeants. De tels investissements permettent d'accroître l'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires et d'augmenter le pouvoir des dirigeants vis-à-vis des actionnaires et des différents partenaires des entreprises. Ces investissements rendent plus coûteux le départ du dirigeant. L'actionnariat salarié peut être considéré comme un investissement spécifique. Il place en effet un pourcentage de capital plus important dans les mains du dirigeant. Les droits de vote des actionnaires salariés sont susceptibles de s'exprimer contre une OPA. La réussite des stratégies d'enracinement dépend de la relation qui existe entre les actionnaires salariés et les dirigeants (Desbrières, 1997). L'enracinement des dirigeants dépend notamment de la collusion qui peut exister entre dirigeants et gestionnaires de FCPE. Cette relation repose sur les caractéristiques de chaque organisation et des partenaires qui la composent. Cela explique que des résultats contradictoires soient dégagés par les analyses empiriques qui étudient les réactions du marché boursier à l'annonce de la mise en œuvre d'actionnariat salarié.

¹¹⁹Cet effet de l'actionnariat salarié permet de justifier que, depuis 1987, les salariés n'entrent plus dans la catégorie « public » pour désigner les détenteurs du capital d'une société.

Chang (1990) a montré que l'instauration d'*ESOPs* défensifs était perçue comme une stratégie d'enracinement des dirigeants. Ses résultats présentent en effet des rentabilités anormales négatives lorsque l'actionnariat salarié est mis en place pour se protéger d'une OPA. La réaction du marché est surtout défavorable lorsque l'annonce de la création d'un *ESOP* fait suite à une tentative de prise de contrôle. Il semblerait alors que la stratégie d'enracinement n'en serait que davantage révélée aux actionnaires. Gordon & Pound (1990) constatent que l'annonce de la mise en place d'un *ESOP* serait le signal d'une future tentative de prise de contrôle. Les résultats empiriques de leur étude d'événement ainsi que ceux de Conte, *et al.* (1996) et de Chang & Mayers (1992) corroborent l'hypothèse d'enracinement des dirigeants. Les réactions du marché à l'annonce de la mise en place d'un *ESOP* défensif sont négatives. Ce résultat est confirmé par une rentabilité plus élevée observée pour les *ESOPs* sans droit de vote des employés (Gordon & Pound, 1990). Les études de Gordon & Pound (1990), Chang & Mayers (1992) et Beatty (1995) prouvent que les rentabilités anormales négatives varient entre - 1,34 % et - 4 %.

Pourtant, la réaction négative du marché n'est pas toujours vérifiée si l'on se réfère aux résultats de Stulz (1988), Dhillon & Ramirez (1994) et Chaplinsky & Niehaus (1994). Ces trois dernières recherches n'observent pas de réactions négatives lors de la mise en place de l'actionnariat salarié. Les auteurs concluent que les actionnaires externes parieraient sur la présence d'actionnaires salariés pour augmenter le prix d'offre proposé par le *bidder* en cas d'OPA. Une opération contestée serait en fait pour eux l'occasion de bénéficier d'une prime plus importante. Les réactions du marché dépendent aussi de la dispersion du capital de la société. En effet, l'annonce est mal reçue pour les entreprises au capital dispersée susceptible de faire l'objet d'une OPA (Chang, 1990). Les effets de l'*ESOP* dépendraient de la structure de l'actionnariat. La réaction serait positive pour les sociétés dotées d'au moins un actionnaire détenant plus de 5 % du capital. Les effets positifs tendraient à se réduire progressivement et à disparaître dans les deux années suivant l'annonce du plan (Davidson III & Worrell, 1994). Beatty (1995) attribue ces rentabilités anormales mesurées à l'annonce de l'adoption des *ESOPs* aux gains fiscaux dégagés à court terme par l'opération.

Parmi les causes de réactions négatives du marché, Férone, *et al.* (2001) distinguent – en plus de l'enracinement des dirigeants – les suivantes :

- L'attribution d'actions aux salariés, dans des conditions privilégiées, crée un effet de dilution aux dépens des actionnaires en place ;

- Il est possible que les coûts d'information, de gestion et de rémunération engagés par ce dispositif absorbent la totalité des gains de productivité ;
- Le partage des responsabilités, qui suppose un partage des responsabilités et des décisions, est jugé pénalisant pour l'efficacité du management.

Les études citées précédemment montrent par ailleurs que lorsque les rentabilités anormales moyennes constatées sont significativement positives, l'*ESOP* est mis en œuvre :

- Dans le cadre d'un *Leveraged Buy Out* (LBO) ;
- En contrepartie d'une réduction future des salaires ;
- Afin de mettre en place un mécanisme incitatif destiné aux salariés¹²⁰.

Ces résultats doivent être transposés au cas français avec précaution. Nous avons en effet constaté que les différences juridiques entre les systèmes d'actionnariat français et américains sont notables. Aux Etats-Unis, les *ESOPs* semblent avoir acquis un rôle stratégique important car ils permettent le financement de l'exploitation.

L'influence de l'actionnariat salarié sur les rapports de force entre dirigeants et actionnaires ne s'arrêtent pas au marché des prises de contrôle. Selon Dondi (1992), les actionnaires, les dirigeants et les employés d'une même firme sont caractérisés par des horizons temporels différents. Ces différences d'horizons temporels reposent notamment sur l'inaliénabilité des droits de décision dans l'organisation exposée par Jensen & Meckling (1992) et sur la possibilité qu'ont les actionnaires de diversifier leurs placements (Jensen & Meckling, 1976). Les employés privilégieraient des objectifs à long terme alors que les actionnaires auraient des espérances de rentabilité à plus court terme. La définition de l'horizon temporel des dirigeants est plus problématique. D'après l'hypothèse de « myopie » de Stein (1988), les actionnaires sous-évalueraient les *cash-flows* des investissements à long terme. Pour satisfaire les actionnaires, les dirigeants auraient tendance à sacrifier les investissements à long terme et à privilégier des investissements dégagant des *cash flows* à court terme. Favoriser cette stratégie les soustrairait à la discipline du marché et à une prise de contrôle. En adoptant des mesures anti-OPA, les dirigeants pourraient ainsi se protéger et privilégier les investissements de long terme¹²¹.

¹²⁰Cité par Desbrières (2002).

¹²¹Pugh, *et al.* (1992) montrent que les dépenses en recherche et développement ainsi que la formation de capital fixe augmentent avec les mesures anti-OPA.

On peut supposer que l'actionnariat salarié – en tant que système de défense anti-OPA – a une incidence sur la politique d'investissement d'une firme. Il permettrait en effet de prendre en compte dans la structure du capital l'horizon temporel des salariés. Pugh, *et al.* (1999) comparent l'évolution des politiques d'investissement, des politiques de dividendes et d'endettement de firmes dotées de plans *ESOPs* et de firmes qui n'en sont pas dotées. Les auteurs prennent en compte le fait que les firmes soient ou non des cibles d'OPA. Ils constatent que l'hypothèse de myopie est confirmée pour les investissements en recherche et développement et que les *ESOPs* sont associés à une politique d'investissement de long terme. Cette dernière conclusion n'est pas confirmée pour les firmes cibles d'OPA. L'effet de levier et les dividendes versés sont plus importants pour les firmes cibles. Ces résultats confirment donc que l'actionnariat salarié entraîne des changements dans la politique d'investissement. Là encore, les résultats relatifs aux évolutions de l'effet de levier sont difficilement transposables au cas français compte tenu de l'existence des *leveraged ESOPs* qui permettent au *trust* qui les gèrent d'emprunter pour racheter des actions de sociétés.

En France, une étude empirique réalisée par Trébucq (2002) soutient l'hypothèse selon laquelle l'actionnariat salarié permettrait l'enracinement des dirigeants dans les entreprises familiales. Les actionnaires salariés constitueraient ainsi une « clientèle actionnariale stable, captive et dépendante par excellence ».

Les résultats de plusieurs études empiriques semblent démontrer l'instrumentalisation de l'actionnariat salarié à des fins d'enracinement. Cette hypothèse est confirmée par le point de vue des dirigeants eux-mêmes qui admettent que l'actionnariat salarié est un moyen efficace d'échapper à la discipline des prises de contrôle hostiles (COB-Altédia, 1999).

2. L'incidence de l'actionnariat salarié sur les performances des entreprises

Après avoir étudié les arguments plaçant pour la mise en œuvre de l'actionnariat ainsi que les arguments qui s'y opposent, nous nous intéressons à ses effets sur la performance des entreprises.

On peut tout d'abord constater que les indices constitués de valeurs d'entreprises dotées d'actionnariat salarié surperforment le plus souvent les indices de référence. C'est le cas de l'indice américain ACAS¹²² sur la période 1992-1998 ainsi que de l'indice français IAS sur la période 1990-2001 (Arcimoles (d') & Trébucq, 2003).

¹²²Constitué des valeurs des 350 entreprises nord-américaines détenues à plus de 10 % par leurs salariés.

Plusieurs revues de littérature des recherches empiriques menées sur le thème du lien entre actionnariat salarié et performance sont disponibles¹²³. La plus exhaustive est sans aucun doute celle réalisée par Kruse & Blasi (1997). Cette revue restitue les résultats empiriques d'une trentaine de recherches réalisées au cours des vingt années précédentes. Afin de donner un aperçu de l'état des connaissances sur le lien entre actionnariat salarié et performance, nous nous référerons à ce travail que nous complétons de références plus récentes.

Avant de présenter les résultats des recherches empiriques, il convient de s'attarder sur certains aspects méthodologiques non négligeables. Tout d'abord, le lien entre actionnariat salarié et performance a été étudié aussi bien de façon transversale que longitudinale. Ces recherches comparent les performances de firmes dotées d'actionnariat salarié à celles de firmes qui ne le sont pas. D'autres comparent les performances de firmes avant et après l'adoption de plans d'actionnariat salarié. Comme le remarquait Blasi (1988) : « il n'existe aucune preuve que l'actionnariat salarié puisse nuire à une entreprise ». Bien que les résultats soient assez contrastés, aucune incidence négative n'a en effet été observée. Les effets constatés montrent soit une influence positive, soit un effet nul de l'actionnariat salarié sur la performance. La remarque de Blasi (1988) reste vérifiée jusqu'à aujourd'hui. On pourrait alors conclure que les théories formulées à l'encontre des incitations collectives en général sont sans fondement. Ce serait sans compter sur une limite méthodologique majeure qu'aucune des études empiriques réalisées jusqu'à présent n'a réussi à surmonter : le sens de la causalité¹²⁴. L'actionnariat salarié engendre-t-il de meilleures performances ou entre-t-il en vigueur pour permettre le partage de la valeur créée dans les entreprises performantes à priori ? Arcimoles (d') & Trébucq (2003) précisent que les meilleures performances des indices d'actionnariat salarié (ACAS pour les Etats-Unis et IAS pour la France) n'impliquent pas un lien de causalité entre actionnariat salarié et performance. Les entreprises obtenant de meilleures performances boursières peuvent en effet être incitées à utiliser l'actionnariat salarié comme outil financier et fiscal sans que celui-ci joue le moindre rôle sur cette performance. La mise en évidence du lien de causalité existant entre actionnariat salarié et performance demeure une problématique difficile à résoudre. Une telle causalité ne peut être mise en évidence que par l'utilisation de méthodes de recherche exploitant des données longitudinales. A notre connaissance, une des rares recherches mettant en évidence une causalité entre actionnariat salarié et performance est celle de Renaud, *et al.* (2004). Cette

¹²³ On peut citer les contributions de Pérotin et Robinson (2003b), Kruse (2002), Desbrières (2002), Sesil, *et al.* (2001), Féron, *et al.* (2001), Kruse et Blasi (1997), Desbrières (1997), Vaughan-Whitehead (1992).

¹²⁴ Ce problème est notamment évoqué par Desbrières (2002) et Pérotin et Robinson (2003a).

dernière contribution montre en effet que l'adhésion des salariés au plan d'actionnariat salarié est positivement corrélée à une mesure de la performance individuelle de ceux-ci l'année suivante.

Dans les recherches empiriques, plusieurs mesures de la performance sont utilisées. L'amélioration de la productivité est logiquement tenue pour être le premier effet d'un mécanisme d'incitations. Cette amélioration est censée se répercuter sur les mesures de la performance comptables et financières. Les recherches intègrent enfin dans l'évaluation de la performance des éléments relatifs au niveau d'emploi ou à la longévité de l'exploitation. Les études constatant les performances boursières ont été évoquées précédemment. Elles nous ont permis de mieux appréhender l'impact de l'actionnariat salarié sur la gouvernance des entreprises.

2.1.Incidences de l'actionnariat salarié sur la productivité

La revue réalisée par Kruse & Blasi (1997) porte tout d'abord sur les firmes américaines dotées d'un *ESOP*. Cette première partie restitue les résultats de 11 études¹²⁵. Ils recensent par ailleurs les résultats obtenus dans le cadre d'études portant sur des sociétés moins conventionnelles. Il s'agit de recherches réalisées en dehors des Etats-Unis, sur des entreprises qui ne sont pas dotées d'un *ESOP* ou qui utilisent d'autres systèmes. Ce dernier échantillon de 10 recherches¹²⁶ est très hétérogène. Les mesures de la productivité les plus employées par ces études sont : le chiffre d'affaire par employé, les ventes et la valeur ajoutée.

La méta-analyse de Kruse & Blasi (1997) montre qu'il existe un écart moyen de productivité de 6,2 % entre les firmes américaines qui ont un *ESOP* et celles qui n'en ont pas. Cet écart en faveur des entreprises dotées d'un *ESOP* est confirmé par les études longitudinales. Ce dernier écart est de 4,4%. Mais seulement trois des onze études observées montrent un lien positif et significatif entre l'actionnariat salarié et la productivité. Selon Kruse et Blasi, ces études ne comporteraient pas autant de coefficients positifs¹²⁷ et significatifs s'il n'existait

¹²⁵Bell et Kruse (1995), Bloom (1986), Conte, *et al.* (1996), Kumbhakar et Dunbar (1993), Kruse (1988), Kruse (1992), Kruse (1993), Mitchell, *et al.* (1990), Park et Song (1995), Quarrey et Rosen (1986), US/GAO (1986).

¹²⁶ACS (1994), Blasi, *et al.* (1996), Cable et Fitzroy (1980), Conte et Tannenbaum (1978), Conte et Svejnar (1988), Conte et Svejnar (1990), Fitzroy et Kraft (1987), Jones et Kato (1995), Lee (1988), Livingston et Henry (1980), Livingston et Henry (1983), Mitchell, *et al.* (1990).

¹²⁷85% des coefficients des études en coupe transversale et 82% des études longitudinales sont positifs. La méta-analyse observe 333 coefficients.

aucune relation entre productivité et actionnariat salarié. Ces résultats reflètent d'après eux le fait que les erreurs types importantes empêchent des estimations significatives. Cela témoigne d'une grande dispersion dans les performances des firmes observées. Les difficultés d'interprétation causées par ces résultats équivoques ont été écartées ultérieurement par Kruse (2002) : « Bien que la plupart des études ne puissent pas rejeter l'hypothèse nulle de l'absence de lien entre actionnariat salarié et performance, notre méta-analyse montre que cette hypothèse peut être rejetée en se basant sur le nombre disproportionné de coefficients positifs et significatifs pour l'ensemble des études. »

La deuxième série d'études prises en compte par Kruse et Blasi présente des résultats nuancés. Du fait même de la nature des recherches mentionnées par les deux auteurs, les résultats ne sont pas homogènes. Le lien actionnariat salarié / productivité est positif dans les firmes japonaises et dans les petites sociétés américaines. Il est négatif dans les entreprises où le plan d'actionnariat salarié existe depuis de nombreuses années. Les autres études ne permettent pas de dégager des tendances aussi claires. Ces conclusions viennent corroborer certaines des hypothèses théoriques formulées ci-dessus. La première concerne le lien entre participation aux décisions et actionnariat salarié d'une part, et la productivité d'autre part. La culture des entreprises japonaises tend en effet à créer un environnement de participation. Pour être efficace, l'actionnariat salarié devrait s'accompagner d'autres pratiques de participation aux décisions. La deuxième hypothèse qui semble être confirmée par les observations de Kruse et Blasi concerne l'hypothèse 1/N. L'actionnariat salarié, en tant qu'incitation collective, serait plus efficace dans les petites structures.

Kruse et Blasi concluent qu'il n'existe pas de lien automatique entre actionnariat salarié et productivité. Peu d'études concluent que l'actionnariat salarié a un impact négatif sur la productivité. Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par les recherches étudiant le lien entre l'actionnariat salarié et le comportement des employés.

Pour la France, la thèse de Vaughan-Whitehead (1992) a observé que l'actionnariat salarié avait une influence positive sur la valeur ajoutée dégagée par salarié.

Si l'on retient les hypothèses du modèle extrinsèque de l'actionnariat salarié, les évolutions du cours de l'action sont directement liées à une productivité accrue du fait de la satisfaction du salarié. La relation entre l'évolution du cours de l'action et les performances opérationnelles des entreprises en terme de productivité a été étudiée par une recherche longitudinale menée par Iqbal & Hamid (2000). Cette étude comparait la productivité de firmes ayant adopté un

ESOP à celles de firmes n'étant pas dotées d'un *ESOP*¹²⁸. Les auteurs émettent l'hypothèse selon laquelle les variations du cours de l'action affectent la motivation des employés et influencent les indicateurs de productivité. Ils montrent que la productivité peut être reliée à l'évolution du cours de l'action pour les firmes ayant adopté un *ESOP*. Leurs résultats suggèrent que de fortes hausses du cours de l'action d'une entreprise ont une influence positive sur les mesures de sa productivité. L'inverse n'est pas vérifié.

2.2. Incidences de l'actionnariat salarié sur les mesures comptables et financières de la performance

Conte & Tannenbaum (1978) sont les premiers à mettre en évidence l'existence d'une corrélation entre actionnariat salarié et résultat avant impôt. D'après eux, les firmes dotées d'actionnariat salarié sont 1,5 fois plus rentables que les firmes caractérisées par une structure de capital conventionnelle. Wagner & Rosen (1985) ont confirmé cette corrélation en montrant que les firmes dotées d'actionnariat salarié dépassaient les firmes conventionnelles en terme de croissance des ventes, de marge opérationnelle et de rentabilité financière. Des résultats similaires ont été obtenus par Marsh & McAllister (1981) et Klein (1983). Ces derniers ont conclu que la croissance des entreprises dotées d'un *ESOP* était plus rapide. Les conclusions de Park & Song (1995) sont plus circonstanciées. Ils utilisent la rentabilité économique et le *Tobin's Q* pour mesurer la performance des firmes dotées de plan *ESOP*. Leurs résultats montrent une amélioration de ces ratios lorsque l'*ESOP* est mis en place en présence d'importants actionnaires extérieurs. Ils confirment donc l'hypothèse d'enracinement des dirigeants.

Plus récemment, Pugh, *et al.* (2000) – dans le cadre d'une étude d'événement réalisée sur cinq ans – observent une influence limitée et de court terme de l'actionnariat salarié sur les rentabilités économique et financière et sur le résultat net.

Peu d'études ont été réalisées en France. Les résultats de Vaughan-Whitehead (1992) n'ont pas prouvé d'incidence significative de l'actionnariat salarié sur la rentabilité financière et le chiffre d'affaires. La thèse de Dondi (1992) montre un résultat intéressant concernant la rentabilité financière. Elle évoluerait jusqu'à ce que le pourcentage de capital détenu par les salariés atteigne 10 %. A partir de ce seuil, elle décroîtrait. Les derniers résultats empiriques

¹²⁸Les auteurs ont intégré dans l'échantillon de contrôle des firmes ayant des caractéristiques équivalentes (nombre d'employés, *four digit SIC code*) à celles des firmes ayant adopté un *ESOP* si bien que chacune d'entre elles aient son « *alter-ego* » dans l'échantillon de contrôle.

français dont nous disposons sont ceux Arcimoles (d') & Trébucq (2003). Ils mettent en évidence plusieurs conclusions. Tout d'abord, la performance des entreprises dotées d'actionnariat salarié est supérieure (*ROE* et *ROI*). Les entreprises avec actionnariat salarié sont caractérisées par une moindre variation de la rentabilité financière et une plus forte sensibilité aux variations de l'indice de marché (coefficients bêtas du MEDAF). Elles sont plus endettées. Ils rejettent par ailleurs l'hypothèse de l'existence d'un seuil de capital optimal avancée par Dondi (1992). Ils émettent enfin des réserves concernant le sens de causalité.

Conclusion du chapitre

Bien que des liens entre l'actionnariat salarié et différentes mesures de la performance aient été mis en lumière, aucun lien de causalité ne peut être affirmé. Mais l'actionnariat salarié – comme nous l'avons remarqué précédemment – peut être mis en œuvre pour d'autres objectifs. Octroyer un avantage aux salariés en fait partie. Par ailleurs, l'actionnariat salarié s'inscrit dans le cadre des pratiques participatives. Dans ce contexte, Férone, *et al.* (2001) constatent que l'actionnariat salarié a des effets significatifs sur la performance sociale. L'actionnariat salarié peut ainsi contribuer à une gestion à « livre ouvert »¹²⁹.

Certaines études mettent en évidence une plus grande résistance des entreprises dotées d'actionnariat salarié aux aléas de la conjoncture. D'après une étude réalisée par Blair, *et al.* (2000), les firmes dotées d'un actionnariat salarié significatif avaient 20 % de chances supplémentaires de survivre au cours de la période 1983-1995. Ces résultats sont confirmés par Blasi et Kruse¹³⁰ sur la période 1988-1999.

Weitzman (1984) suppose que l'actionnariat salarié peut favoriser la stabilité de l'emploi en améliorant la flexibilité des coûts salariaux et en proposant une rémunération différée.

Toujours du point de vue de la performance sociale, les résultats empiriques de Pugh, *et al.* (1999) concluent que l'actionnariat salarié favorise la prise en compte d'un horizon temporel de long terme en augmentant les dépenses d'investissement et de recherche et développement. De la même façon que nous avons envisagé l'inversion possible de la causalité actionnariat salarié / attitudes des salariés, il est possible de considérer la causalité actionnariat salarié / performances de l'entreprise sous un angle différent. En l'occurrence, la mise en lumière de cette causalité pose des difficultés aux recherches sur l'actionnariat des salariés. En d'autres

¹²⁹Elle suppose notamment l'analyse des comptes avec l'ensemble des salariés, l'analyse des données de productivité et de qualité, l'incitation à l'utilisation de données économiques dans les pratiques quotidiennes, la formation économique des salariés, la mise en place d'un système de partage des profits.

¹³⁰Cités par Kruse (2002).

termes, les entreprises sont-elles plus performantes car dotées d'actionnariat salarié ou les entreprises les plus performantes optent-elles pour le développement de l'actionnariat salarié ? Le choix du salarié ne doit pas être occulté dans cet enchaînement logique. L'actionnariat salarié ne peut en effet se développer que si les salariés y investissent.

Nous avons indiqué dans ce chapitre que l'actionnariat salarié pouvait influencer le gouvernement d'entreprise d'une part, et ses performances d'autre part. L'inversion de la causalité pourrait être formulée de la façon suivante : la performance et le système de gouvernement de l'entreprise ont un effet sur le développement de l'actionnariat salarié. Ce lien repose tout d'abord sur la volonté des dirigeants de développer cette forme d'épargne salariale. En France, la mise en œuvre du PEE dépend de l'initiative du dirigeant. La motivation d'une telle démarche peut notamment reposer sur des motifs liés au gouvernement d'entreprise. Nous avons constaté que l'actionnariat salarié pouvait être synonyme d'enracinement du personnel dirigeant. A l'inverse, il peut améliorer la structure de gouvernement d'entreprise en laissant davantage de place à la gestion participative. En France et dans le cadre du PEE, la participation des actionnaires salariés au conseil d'administration est marginale. En revanche, les actionnaires salariés détiennent des droits de vote pouvant être exercés soit directement, soit indirectement. On peut considérer que ces modalités d'exercice concrétisent les droits des salariés à participer aux décisions de l'entreprise. Une fois mise en place la possibilité d'investir en actions de l'entreprise, l'adhésion des salariés peut dépendre des objectifs poursuivis par le dirigeant en terme de maintien de la stabilité du capital notamment. Il semble en effet que les motivations des dirigeants et des salariés convergent sur ce dernier point. La stabilité du capital engendrée par l'actionnariat salarié conviendrait aux salariés et aux dirigeants désireux de protéger leur emploi en cas de prise de contrôle. On constate en effet que cet argument est souvent mis en avant par les associations faisant la promotion de l'actionnariat salarié tandis qu'au niveau macroéconomique, une telle position participe d'un certain patriotisme économique. En ce qui concerne la performance de l'entreprise, elle peut elle aussi être considérée comme un levier de l'actionnariat salarié. De ce point de vue, les performances encourageraient les salariés à investir en actions de l'entreprise.

Chapitre troisième :
Sous-diversification et déterminants des
choix des salariés pour l'actionnariat salarié

Chapitre troisième : Sous-diversification et déterminants des choix des salariés pour l'actionnariat salarié

Nous présentons dans ce chapitre les explications théoriques permettant de comprendre le choix des salariés d'investir en actions de leur entreprise. Les déterminants des choix des salariés pour l'actionnariat salarié peuvent être regroupés au sein de deux courants de la recherche académique en finance : la théorie du portefeuille d'une part et la finance comportementale d'autre part. L'actionnariat salarié consiste pour le salarié à miser son épargne personnelle et son capital humain sur un seul actif. Cette stratégie est critiquable si elle conduit à une concentration des risques qui s'affranchit des règles de la diversification. Les outils de la théorie moderne du portefeuille nous permettent d'évaluer le coût de sous-diversification supporté par les salariés actionnaires de leur entreprise. Ce coût de sous-diversification peut être compensé par les contributions de l'employeur. La théorie du portefeuille se focalise enfin sur les caractéristiques des investisseurs et des actifs qu'ils peuvent inclure dans leur portefeuille. Dans ce travail de recherche, nous retenons une conception large de la théorie du portefeuille. Nous faisons référence à « la théorie de la prise de décision en matière d'investissement » (*investment decision-making theory*). Elle relève de la théorie financière « classique » qui considère les individus comme substantivement rationnels. De ce point de vue, un investisseur individuel maximise sa fonction d'utilité espérée¹³¹. Cette conception élargie de la théorie du portefeuille nous conduit à retenir non seulement la théorie moderne du portefeuille mais aussi d'autres contributions utilisant le critère de la maximisation de l'utilité espérée. En ce qui concerne la finance comportementale, elle se détache du critère de maximisation de l'utilité espérée caractérisant l'investisseur rationnel et de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. La psychologie cognitive et les limites de l'arbitrage constituent ses principaux fondements (Ritter, 2003). C'est sur le premier de ces deux fondements que reposent les déterminants comportementaux des investissements des salariés en actions de leur entreprise que nous évoquons. Bien que chacun des deux courants théoriques abordés s'appuie sur des hypothèses comportementales différentes, leurs apports nous permettent d'expliquer le comportement d'investissement des salariés actionnaires.

¹³¹Dans le cas de la privatisation partielle de France Télécom, Degeorge, *et al.* (2004) estime que la théorie de la prise de décision en matière d'investissement répond à la question : « Comment un employé de France Télécom rationnel (sans information privée) qui maximise sa fonction d'utilité répond à l'offre de son entreprise ? » (p. 177).

1. Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille

L'apport majeur de la théorie du portefeuille est de montrer qu'il est possible de diminuer sensiblement le risque d'un portefeuille de titres sans pour autant en sacrifier la rentabilité. La diversification est la clé de cette logique. Elle permet en effet de réduire le risque pour un niveau de rentabilité donné ou d'améliorer la rentabilité pour un niveau de risque donné. Suivant ces conclusions, l'investisseur rationnel doit composer son portefeuille de titres en recherchant la frontière efficiente des couples rentabilité / risque lui permettant de bénéficier d'une rentabilité maximale pour un risque minimal. Cette procédure de choix de portefeuille efficient rend incohérente toute stratégie de sous-diversification qui ne peut que nuire au bien-être de l'investisseur. Pour adopter une telle stratégie sous optimale, un individu rationnel devrait bénéficier d'une compensation financière. En France, la pratique du versement d'une contribution de l'entreprise sous la forme d'un abondement ou d'une décote est courante. Elle a pour effet de compenser en partie le coût de sous-diversification supporté par le salarié. Nous abordons enfin dans cette section les caractéristiques des salariés et de leur entreprise qui influencent les critères retenus par la théorie du portefeuille.

1.1. Les effets négatifs de la sous-diversification pour le salarié

Choisir l'actionnariat salarié peut s'accompagner d'un coût de sous-diversification. En choisissant d'investir dans un portefeuille diversifié, les salariés actionnaires pourraient en effet bénéficier des avantages de la diversification notamment en diminuant le risque de leur portefeuille sans pour autant en diminuer la rentabilité. Le coût engendré par la sous-diversification a fait l'objet de mesures spécifiques. D'un point de vue strictement financier, le coût de sous-diversification est celui lié à un investissement dans un seul titre, celui de l'entreprise. Mais le patrimoine n'est pas exclusivement composé de titres financiers. A titre d'exemple, la résidence principale constitue le plus souvent la principale composante du patrimoine des ménages français. De ce point de vue, la composition d'un portefeuille optimal doit tenir compte de tous les éléments de patrimoine.

Dans le contexte américain des plans *401(k)*, plusieurs auteurs se sont efforcés d'évaluer le coût de sous-diversification. Meulbroek (2005) a tout d'abord évalué le coût de sous-diversification supporté par les salariés en utilisant le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). La mesure proposée évalue la compensation qu'un salarié devrait recevoir pour être indifférent entre le portefeuille de marché et un portefeuille investi exclusivement en actions de l'entreprise. Cette compensation équivaut à :

$$s_j = r_j^u - r_j \quad (1)$$

avec $r_j = r_f + \beta_j(r_m - r_f)$ d'après le MEDAF et r_j^u la rentabilité espérée requise par un investisseur rationnel¹³² pour le rendre indifférent entre la détention d'actions j et le portefeuille de marché pour un même niveau de volatilité. Pour être indifférent entre la détention de l'action j et le portefeuille de marché, un investisseur rationnel souhaite bénéficier d'un ratio rentabilité risque équivalent pour les deux portefeuilles. Cette condition peut être exprimée par l'équivalence des ratios de Sharpe des deux portefeuilles :

$$\frac{r_m - r_f}{\sigma_m} = \frac{r_j^u - r_f}{\sigma_j} \Rightarrow r_j^u = r_f + \left[\frac{\sigma_j}{\sigma_m} \right] (r_m - r_f) \quad (2)$$

D'après (1) :

$$s_j = \left(\left[\frac{\sigma_j}{\sigma_m} \right] - \beta_j \right) (r_m - r_f) = \left[\frac{\sigma_j}{\sigma_m} \right] (1 - \rho_{jm}) (r_m - r_f) \quad (3)$$

où ρ_{jm} représente le coefficient de corrélation entre l'actif j et le portefeuille de marché.

Cette mesure du coût de sous-diversification suppose que la totalité du patrimoine du salarié est investie en actions de l'entreprise. Cette situation est peu probable et on considère qu'une portion du patrimoine $(1 - w)$ peut être investie dans d'autres actifs. Dans ce cas, la proportion w représente la part du patrimoine investie en actions de l'entreprise. La compensation nécessaire s'écrit donc :

$$s_j = \left[\frac{1}{w} \left[\frac{\sigma_p - \sigma_m}{\sigma_m} \right] + (1 - \beta_j) \right] (r_m - r_f) \quad (4)$$

où σ_p la volatilité du portefeuille s'écrit :

$$\sigma_p = \sqrt{w^2 \sigma_j^2 + (1 - w)^2 \sigma_m^2 + 2w(1 - w)\sigma_{jm}} = \sigma_m \sqrt{w^2 \left(\frac{\sigma_j}{\sigma_m} \right)^2 + (1 - w)^2 + 2w(1 - w)\beta_j} \quad (5)$$

Plusieurs mesures empiriques sont effectuées par Meulbroek. Elle compare tout d'abord la volatilité du cours de chaque firme des indices NYSE, AMEX, NASDAQ et INTERNET BASED¹³³ à celle d'un portefeuille diversifié¹³⁴. Pour les indices considérés, 90% (en moyenne) du risque peut être éliminé par la diversification.

¹³² Cherchant la combinaison optimale entre l'espérance et la variance de rentabilité de son portefeuille.

¹³³ Les données retenues sont issues du *Center for Research in Security Prices (CRSP)*.

¹³⁴ *CRSP value-weighted market composite index*.

Tableau 4 : Coût de la détention d'actions de l'entreprise par rapport au portefeuille de marché – la totalité du patrimoine du salarié est investie en actions de l'entreprise (d'après Meulbroek, 2002 ; p. 42).

	Coût de l'exposition au risque de l'employé :					
	Volatilité de l'action	Rentabilité nécessaire (s_j)	Actions détenues 3 ans	Actions détenues 5 ans	Actions détenues 10 ans	Actions détenues 15 ans
Moyenne	65%	9%	67%	53%	32%	20%
Médiane	58%	8%	69%	54%	29%	16%

La colonne s_j (d'après l'équation 1) donne une estimation de la rentabilité excédentaire que devrait percevoir un salarié pour compenser sa sous-diversification. Cette prime diminue lorsque le risque non diversifiable de l'entreprise diminue et que la corrélation avec le portefeuille de marché augmente. La prime est notamment plus élevée pour les sociétés de nouvelles technologies. Les dernières colonnes du tableau mesurent le coût de l'exposition au risque de l'employé. Ce coût est déterminé par le rapport de la valeur de l'action de l'entreprise sur la valeur du portefeuille de marché. Si un employé détient exclusivement des actions de son entreprise pendant une durée de trois ans, son portefeuille lui procure seulement 67% de la valeur du portefeuille de marché. Il sacrifie donc 33% en moyenne de la valeur qu'il pourrait obtenir de la détention de l'actif représentatif de l'indice de marché. On s'aperçoit que le coût de l'exposition au risque croît avec la durée de détention. Cette période peut évidemment dépasser quinze années dans le cas des *401(k)* ; elle se limite à cinq années dans le cas des PEE si le salarié retire ses fonds à l'issue de la durée de blocage. Meulbroek (2005) ajuste ensuite cette mesure en fonction de deux sources de diversification : le pourcentage du patrimoine investi dans le fonds de pension et le pourcentage du fonds de pension investi en actions de l'entreprise. Les coûts de sous-diversification sont présentés par échéances de trois, cinq, dix ou quinze années. A titre d'exemple, supposons que la moitié du patrimoine d'un salarié soit investie dans un fonds de pension et qu'un quart de cette épargne retraite soit placé en actionnariat salarié (c'est-à-dire que 12,5% du patrimoine du salarié est investi en actions de l'entreprise). Sur un horizon de placement de cinq années, ce salarié sacrifie en moyenne 16% de la valeur qu'il pourrait obtenir d'un investissement dans le portefeuille de marché. Ce coût augmente avec la durée de détention et le pourcentage du patrimoine investi en actionnariat salarié. De plus, il dépend de la volatilité du titre de l'entreprise. Il s'élève à 8% pour une société cotée sur le New York Stock Exchange et augmente jusqu'à 29% pour une entreprise Internet. Dans l'hypothèse où le salarié détiendrait la totalité de son patrimoine en actions de sa firme pendant quinze années, celui-ci sacrifierait en moyenne 80% de la valeur du marché. Selon Benartzi, *et al.* (à paraître), ces coûts élevés

sont sous-évalués car ils ne tiennent pas compte de l'actif le plus précieux des salariés : leur capital humain.

Putterman (1984) s'oppose à l'argument selon lequel les salariés ne seraient pas les mieux en mesure de faire face au risque de leur entreprise. D'après lui, les marchés financiers recèlent de nombreux produits permettant aux salariés de s'assurer contre les risques de l'actionnariat salarié. Il ajoute que les risques supportés par les salariés ne sont pas différents de ceux encourus par les autres actionnaires. Les actionnaires salariés peuvent notamment adopter une approche globale de la gestion de leur portefeuille en retenant les caractéristiques de rentabilité et de risque de l'ensemble des éléments de leur patrimoine. La diversification pouvant résulter d'une telle approche conduit les salariés à supporter un coût de sous-diversification acceptable. Mais les marchés financiers proposent d'autres possibilités pour limiter ce coût. Les produits dérivés en font partie.

Se basant sur ce dernier constat, Ramaswamy (2003) a proposé une autre évaluation du coût de la sous-diversification supporté par les salariés. Sa démarche vise à évaluer le montant de la prime d'assurance qu'un salarié actionnaire devrait acquitter pour se prémunir contre des risques de perte en capital. Ramaswamy (2003) postule qu'une telle assurance équivaut à souscrire une option d'échange (Margrabe, 1978). Dans ce contexte, une option d'échange garantirait à un salarié d'échanger ses actions de l'entreprise contre un portefeuille efficient à la date d'expiration de l'option. Le droit d'échanger son patrimoine mobilier d'actions de son entreprise n'est exercé par le salarié que si la valeur du portefeuille efficient est plus élevée à la date de la maturité de l'option. On constate que la valeur de l'option augmente avec la durée de détention et la volatilité de l'action de l'entreprise. Les mesures de Ramaswamy (2003) indiquent que le coût de l'option d'échange est prohibitif. Pour chaque tranche de 1 000 dollars investie, il en coûterait 178 dollars par an à un salarié pour avoir le droit de bénéficier de la meilleure rentabilité entre les deux choix proposés (portefeuille diversifié ou actions de l'entreprise). Le coût de l'option d'échange s'élève à 303 dollars par tranche de 1 000 dollars pour une durée d'investissement de trois ans. Les analyses de Meulbroek et Ramaswamy révèlent l'importance du coût de sous-diversification supporté par les salariés.

Avec l'évaluation de Meulbroek, nous avons indiqué l'importance de la composition du patrimoine du salarié. D'après Poterba (2003), le problème de sous-diversification des plans de retraite américains doit tenir compte non seulement de la répartition des actifs entre les différents fonds mais aussi de la propriété immobilière, des actifs financiers détenus en dehors

du plan de retraite et de la valeur actuelle des revenus du travail à venir (*human wealth*)¹³⁵. Le modèle qu'il propose considère un employé ayant une fonction d'utilité de type Von Neuman-Morgenstern intégrant la richesse détenue en dehors du plan de retraite, l'aversion relative au risque du salarié et la part du plan de retraite investie en actions de l'entreprise (100% ou 50%). Comme Meulbroek (2002), il montre ainsi que le coût de la détention d'actions de l'entreprise diminue lorsque le patrimoine détenu en dehors du plan de retraite augmente mais aussi lorsque le coefficient d'aversion au risque diminue et lorsque la part du plan de retraite détenue en actions de l'entreprise diminue. Il propose plusieurs évaluations de coût en fonction des valeurs prises par ces différentes variables. Nous présentons dans le tableau suivant les résultats de ses analyses. Le tableau indique que le portefeuille d'un salarié – ne détenant aucun patrimoine en dehors de son plan de retraite et ayant un coefficient d'aversion au risque égal à l'unité – qui aurait investi la totalité de ce dernier en actions de son entreprise n'équivaudrait qu'à 43% de la valeur du portefeuille de marché (S&P 500).

Tableau 5 : Equivalence entre des investissements en actions de l'entreprise et dans l'indice S&P 500 si la totalité (la moitié) du plan 401(k) est investie en actions de l'entreprise (Poterba, 2003a ; p. 401).

Aversion relative au risque	100% du plan investi en actions de l'entreprise	50% du plan investi en actions de l'entreprise
<i>Salarié n'ayant aucun patrimoine en dehors du 401(k)</i>		
0	1.00	1.00
1	0.43	0.79
2	0.27	0.67
4	0.17	0.54
<i>Salarié ayant un patrimoine hors 401(k) équivalent à trois fois leur salaire</i>		
0	1.00	1.00
1	0.63	0.87
2	0.56	0.81
4	0.54	0.77
<i>Salarié ayant un patrimoine hors 401(k) équivalent à neuf fois leur salaire</i>		
0	1.00	1.00
1	0.78	0.93
2	0.73	0.89
4	0.72	0.87

Malgré tout, dans le cadre de l'épargne retraite, Bernheim (1998) indique que les autres composantes du patrimoine des salariés ne permettent pas d'assurer un revenu suffisant après le départ en retraite.

D'autres arguments laissent supposer que le coût de la sous-diversification serait surévalué. Purcell (2003b) présente les résultats de plusieurs études descriptives de la répartition des fonds des plans de retraite 401(k). Il s'avère que les plans présentant les plus forts taux de

¹³⁵Une approche globale que nous avons mentionnée précédemment.

concentration en actions de l'entreprise sont ceux des plus grandes entreprises américaines faisant appel public à l'épargne. Les cours de ces firmes étant souvent très sensibles à l'indice de marché, le gain de la diversification s'en trouverait réduit pour leurs salariés. Par ailleurs, ces firmes proposeraient plus souvent des plans de retraite alternatifs avec un montant de pension défini¹³⁶ (*Defined Benefit Pensions Plans*) qui permettraient à leurs salariés de bénéficier d'un effet de diversification. Mais Meulbroek (2005) conteste les avantages de la taille de l'entreprise et indique que la détention d'actions de grandes entreprises ne permet pas de compenser le coût de sous-diversification. Elle ajoute que les décotes octroyées par les entreprises à leurs salariés pour acheter leurs actions ne compensent pas le coût de sous-diversification. En outre, d'après Huberman, *et al.* (2004), la présence d'un *Defined Benefit Plan* n'aurait pas d'effet significatif sur la participation des salariés au plan de retraite à contribution définie (*401(k) plans*).

Bien que l'actionnariat salarié donne initialement la sensation d'une totale contradiction avec la théorie du portefeuille, il ne semble pourtant pas si aisé de déterminer dans quelle mesure l'actionnaire salarié se comporte de façon irrationnelle. Le test empirique de la mesure de sous-diversification de Meulbroek (2005) réalisé par Even & Mcpherson (2003) montre que les employeurs et les employés tiennent compte des principes de diversification de base dans la composition des plans de retraite. En effet, des bêtas¹³⁷ et des coûts de sous-diversification plus élevés réduisent la probabilité que le plan de retraite soit investi en actions de l'entreprise. Du point de vue des salariés, cette prise en compte des principes de diversification n'élimine pas complètement le coût de sous-diversification. Cette dernière conclusion laisse supposer que les salariés sont soumis à des biais cognitifs entraînant des choix d'investissements irrationnels. Dans le cadre des *Sharesave share options plans* britanniques, une étude de Kalmi, *et al.* (2004) révèle que le comportement de détention d'actions des salariés ayant exercé leurs options d'achat est conforme aux principes de diversification de la théorie du portefeuille. Contrairement à leurs attentes, ces résultats sont très peu sensibles à la position hiérarchique ou au niveau de salaire. Les résultats de Agnew, *et al.* (2003) montrent que les participants des plans *401(k)* adoptent un comportement conforme aux prédictions de la théorie du portefeuille concernant l'âge, le statut marital, le salaire et l'ancienneté.

¹³⁶A l'inverse des plans *401(k)*, cette catégorie de plan ne laisse pas de choix au salarié. Ces plans lui assurent une pension de retraite définie par le plan.

¹³⁷Mesurés par le MEDAF.

La théorie de la décision en matière de choix d'investissement s'appuie essentiellement sur la rationalité des agents. De son point de vue, un risque tel que celui de l'actionnariat salarié doit faire l'objet d'une compensation afin d'être accepté. En matière d'actionnariat salarié, le risque peut être allégé grâce à l'octroi de contributions par l'employeur. Ces contributions peuvent prendre la forme de décote dans le cadre d'une ACRS d'une part, d'abondement dans le plan d'épargne salariale d'autre part. Abondement et décote constituent les principales sources d'incitations à l'investissement en actions de l'entreprise. En sus des incitations financières attachées à l'actionnariat salarié, il convient de s'intéresser aux caractéristiques des salariés et de leur entreprise. La théorie moderne du portefeuille retient principalement l'espérance de rentabilité et la volatilité attachées à un titre financier d'une part et l'attitude envers le risque d'autre part. Or, ces composantes qui permettent d'aboutir à la composition d'un portefeuille efficient sont liées aux caractéristiques des salariés et de leur entreprise que nous étudions ci-après.

1.2. Les contributions de l'entreprise

Aux Etats-Unis et dans certains pays européens, la réglementation fiscale permet de favoriser l'actionnariat salarié. En France, les contributions de l'entreprise dans les PEE ne sont pas soumises aux charges sociales et peuvent faire l'objet d'une déduction du résultat imposable. Ces avantages peuvent rendre l'actionnariat salarié moins coûteux qu'une augmentation de salaire. La contrepartie étant un effet de dilution dans le cas d'une ACRS. Un autre coût potentiel de l'actionnariat salarié est mentionné par Meulbroek (2005). L'auteur indique en effet qu'en favorisant l'achat de leurs actions par leurs salariés, les entreprises se privent de la possibilité de les vendre aux investisseurs externes à un coût plus élevé¹³⁸. Dans le cas d'une entreprise en difficulté, cet argument peut être inversé. A ce coût d'opportunité peut être ajouté celui de la mise en oeuvre d'un PEE dont la gestion est généralement sous-traitée auprès de sociétés de gestion d'épargne salariale.

Les recherches sur le thème de l'actionnariat salarié ont avancé d'autres arguments qui rendent l'actionnariat salarié attractif pour les entreprises et qui sont susceptibles de compenser les coûts mentionnés ci-dessus. Un questionnaire diffusé par Benartzi, *et al.* (2006) auprès des entreprises clientes d'un gérant de fonds de pension révèle les principales motivations qui les conduisent à proposer l'actionnariat salarié dans le cadre de leur système

¹³⁸Dans cette situation, l'intérêt d'un employé à souscrire à une augmentation est sans doute plus grand que celui des investisseurs externes. Le salarié peut en effet être mu par la volonté de protéger son emploi.

de retraite. Les entreprises interrogées souhaitent tout d'abord bénéficier des effets de l'actionnariat salarié sur la motivation et la productivité. Elles cherchent par ailleurs à bénéficier de traitements fiscaux avantageux. Enfin, l'actionnariat salarié leur permet de placer leurs actions dans des mains alliées. Une des premières motivations est donc l'amélioration de la productivité. Le sentiment procuré par le fait d'être actionnaire de son entreprise, la participation aux décisions que ce statut implique ainsi que l'intérêt financier qu'il suppose feraient de l'actionnariat salarié un outil d'amélioration de la motivation des salariés. Bien que ses effets soient quelquefois contestés, les revues de littérature des résultats empiriques proposées par Kruse & Blasi (1997), Kruse (2002) et Blasi, *et al.* (2003) révèlent que l'actionnariat salarié a globalement des effets positifs sur la performance des entreprises. Les recherches empiriques ont par ailleurs montré que l'actionnariat salarié permettait de décourager ou d'empêcher les prises de contrôle¹³⁹. Il favorise par ce biais l'enracinement des dirigeants.

Ces arguments sont autant de raisons pour l'entreprise de favoriser l'actionnariat salarié en accordant des contributions à un employé lorsque ce dernier décide d'investir dans des actions de son entreprise. Aux Etats-Unis, les entreprises peuvent accorder des contributions (*matching contributions*) qui s'ajoutent aux versements des employés. L'entreprise peut décider d'accorder ces contributions aux salariés en leur laissant la liberté de choisir dans quel fonds ils souhaitent les investir, mais elle peut aussi décider d'accorder ces contributions uniquement lorsque les salariés choisissent les actions de l'entreprise. En France, la politique de versement de l'abondement est aussi laissée à la discrétion de l'entreprise. Une entreprise française peut limiter l'abondement aux Fonds Communs de Placement Entreprise (FCPE) d'actionnariat salarié. Le fait de restreindre ainsi les contributions constitue une incitation forte pour le salarié à concentrer ses investissements dans des actions de son entreprise.

En ce qui concerne la participation des salariés dans les plans *401(k)* (toutes catégories de fonds confondues), les résultats de Madrian & Shea (2001) montrent que les contributions de l'employeur incitent les employés à augmenter leur taux de contribution. Ainsi, le taux moyen de contribution des salariés à leur plan de retraite augmente sensiblement une fois atteinte l'ancienneté nécessaire pour être éligible aux contributions de l'employeur. Huberman, *et al.* (2004) confirment les résultats de Madrian & Shea (2001) en ajoutant que l'effet des contributions de l'employeur est modéré par le niveau de salaire. Ils expliquent cet effet notamment par le fait que la réglementation impose un plafond au niveau des contributions de l'employeur. Ces dernières ne peuvent pas en effet dépasser un certain pourcentage du revenu

¹³⁹Pour une revue des résultats empiriques, on consultera Rauh (2004).

annuel¹⁴⁰. Cet effet de plafond est d'autant plus intéressant à évoquer que Choi, *et al.* (2002) ont montré que les salariés contribuent à leur plan 401(k) jusqu'à ce que le plafond des contributions de l'employeur soit atteint.

Outre l'effet incitatif des contributions de l'employeur, plusieurs recherches empiriques ont démontré l'existence de phénomènes comportementaux liés à ces contributions. Benartzi (2001) évoque l'existence d'un « effet d'appui » (*endorsement effect*). Il indique que, lorsque les contributions sont dirigées vers des actions de l'entreprise, les salariés choisissent d'investir dans des actions de leur entreprise. L'« effet d'appui » énoncé par Benartzi postule que les salariés interprètent les contributions de leur entreprise dans ses actions comme un conseil d'achat implicite. Purcell (2003b) confirme aussi l'existence de cet effet d'appui. Il constate en effet que la concentration en actions de l'entreprise dans les plans de retraite est significativement plus importante lorsque l'entreprise offre des contributions en actions de l'entreprise. Outre cet « effet d'appui », Purcell relève la présence d'un effet selon lequel la taille de l'entreprise mesurée par le total de ses actifs serait liée positivement à une concentration élevée des actions de l'entreprise dans les plans de retraite. Cet effet de taille est aussi observable en France où l'actionnariat des salariés est majoritairement le fait des grandes entreprises cotées¹⁴¹. Dans une section suivante, nous constatons l'effet des caractéristiques des entreprises sur l'investissement en actions salarié.

1.3. Les caractéristiques des salariés

La théorie du portefeuille prédit l'influence de plusieurs caractéristiques individuelles sur les décisions d'investissement. Les modèles de portefeuille développés par Samuelson (1969), Merton (1969) et Merton (1971) permettent de prédire les choix d'investisseurs rationnels. Les recherches qui en découlent ont mis en évidence plusieurs variables relatives aux caractéristiques individuelles des salariés. Comme indiqué précédemment, détenir des actions de son entreprise pose un problème de diversification car cela suppose un investissement de l'épargne et du capital humain dans un seul actif. Tenir compte de cette remarque nécessite de mesurer l'intensité du capital humain investi par le salarié dans son entreprise. On suppose en effet qu'un employé dont le capital humain est fortement spécifique

¹⁴⁰Des règles similaires sont applicables en France. L'abondement ne peut pas en effet excéder le triple de la contribution du salarié bénéficiaire, cette dernière contribution est elle-même plafonnée.

¹⁴¹Le rapport 2003 de l'AMF révèle que 40% des encours des FCPE sont investis dans les plus grandes entreprises françaises. Aux Etats-Unis, un rapport mentionne que la part investie dans des actions d'entreprises de plus de 5000 salariés est en moyenne de 21% (Vanguard Group, 2004).

à son entreprise évite d'investir dans ses actions (Bertaut & Haliassos, 1997). Dans le cadre de la privatisation de France Telecom, Degeorge *et al.* (2004) utilisent plusieurs proxies afin de mesurer la spécificité du capital humain. La privatisation de France Télécom a permis aux anciens salariés et aux retraités de l'entreprise de participer à l'ACRS. Degeorge, *et al.* (2004) supposent tout d'abord que le capital humain spécifique des anciens salariés France Télécom est plus faible que celui de ses employés actuels. Ces derniers auraient donc tendance à moins investir dans des actions de l'entreprise dans la mesure où ils supportent un risque plus important. Ils considèrent l'ancienneté des salariés comme étant une autre mesure de la spécificité du capital humain des salariés. Dans ce cas, les salariés les plus récents sont supposés investir davantage que les plus anciens. Enfin, les auteurs tiennent compte du statut des employés. Au moment de la privatisation de France Télécom, certains de ses salariés bénéficiaient du statut de fonctionnaire. La sécurité de l'emploi de ces derniers étant assurée, ils sont censés être moins sensibles au risque de souscrire des actions de France Télécom. Il convient de souligner que l'ancienneté est fortement corrélée à l'âge. Les résultats de Agnew, *et al.* (2003) suggèrent que les investisseurs les plus âgés sont plus prudents lorsqu'ils allouent leur contribution aux différents fonds proposés par leur plan *401(k)*. Viceira (2001) et Bodie, *et al.* (1992) montrent que la demande pour des actifs risqués diminue lorsque l'âge de la retraite approche. Dans la lignée des travaux de Modigliani & Brumberg (1954, 1979) concernant l'hypothèse du cycle de vie, les modèles de Viceira (2001) et Bodie, *et al.* (1992) prédisent des comportements d'épargne différents selon l'âge des investisseurs individuels. En particulier, la demande d'actifs risqués décroîtrait avec l'âge ou suivrait une courbe en cloche. Les plus âgés auraient par ailleurs tendance à effectuer moins de transferts entre les différents fonds. Les hypothèses de Degeorge, *et al.* (2004) sont confirmées pour l'ancienneté mais pas pour le statut des employés (fonctionnaires et anciens employés). Degeorge, *et al.* (2004) lient aussi ces proxies de la spécificité du capital humain à l'aversion relative au risque des employés. Le modèle proposé par Poterba (2003) suggère que cette variable joue un rôle déterminant dans le choix des salariés parmi les différents fonds. Une plus grande aversion pour le risque aurait pour effet de diminuer l'utilité procurée par la détention d'actions de l'entreprise.

Les travaux de Poterba (2003) mettent en évidence la nécessité de prendre en compte les autres composantes du patrimoine des employés afin de mieux évaluer la perte d'utilité engendrée par les investissements en actions de leur entreprise. Le risque encouru et la perte d'utilité en résultant sont en effet moins importants lorsqu'un investissement en actions de l'entreprise ne représente qu'une faible part du patrimoine total. Il est possible de mentionner

un phénomène comportemental lié à la composition du patrimoine. Au moment de prendre la décision d'investir en actions de l'entreprise, le fait d'être déjà actionnaire salarié peut inciter un employé à renouveler l'expérience d'achat d'actions de son entreprise. Thaler (1980) identifie l'existence d'un « effet dotation » (*endowment effect*). L'« effet de dotation » postule que les individus accordent davantage de valeur à ce qu'ils possèdent déjà par rapport à ce qu'ils ne possèdent pas. Ainsi, bien que ce phénomène les conduise à augmenter leur exposition au risque, les salariés actionnaires seraient plus enclins que leurs collègues non actionnaires à investir en actions de leur entreprise. En ce qui concerne les tests empiriques concernant l'effet du patrimoine sur l'investissement en actionnariat salarié, les données dont disposent Degeorge, *et al.* (2004) leur permettent d'utiliser le code postal de la résidence des salariés de France Télécom comme proxy du patrimoine. Leurs résultats révèlent que cette variable a un effet significatif sur la probabilité de participer à l'opération réservée aux salariés de France Télécom ainsi que sur le montant de leur souscription. Là encore, le patrimoine d'un employé s'avère être fortement corrélé à son niveau de salaire. Conformément à leur prédiction, Degeorge, *et al.* (2004) montrent que le niveau de salaire a un effet positif sur la probabilité de participer à l'opération réservée aux salariés et sur le montant de la souscription des employés. Huberman, *et al.* (2004), Agnew, *et al.* (2003) et Pendleton (2006) constatent que de plus hauts niveaux de salaire occasionnent des montants de contributions plus élevés toutes catégories de fonds confondues. On peut considérer la rémunération comme une contrainte de liquidité à court terme.

Par ailleurs, Barber & Odean (2001) suggèrent que les hommes et les femmes adoptent des décisions d'investissement différentes. C'est aussi ce que montrent les recherches de Huberman, *et al.* (2004) et de Agnew, *et al.* (2003) pour les plans de retraite à contribution définie. Selon Huberman *et al.* le taux de participation des femmes aux plans 401(k) – tous supports d'investissement confondus – est plus élevé que celui des hommes. Agnew *et al.* ajoutent que ces dernières investissent davantage dans des produits de taux que dans des actions et effectuent moins de transactions que les hommes. Bien que ces deux études ne s'intéressent pas directement à l'achat d'actions de l'entreprise par les salariés, elles indiquent que la mesure de la variable sexe peut avoir un intérêt pour la compréhension de ce phénomène. Toujours dans le contexte de la privatisation de France Télécom, les résultats de Degeorge, *et al.* (2004) indiquent que la probabilité que les femmes participent à l'opération était plus importante que celle des hommes. Bien qu'ils n'avancent pas d'hypothèse sur le sens de la variation, ils mentionnent l'importance du statut marital dans la décision de participer à l'opération réservée aux salariés de France Télécom. Agnew, *et al.* (2003)

remarquent que les individus mariés effectuent davantage de transactions que les célibataires. Il est possible d'envisager que les salariés mariés soient moins sensibles aux problèmes de sous-diversification. En effet, les revenus de leur foyer provenant d'autres sources, ils bénéficieraient d'un effet de diversification. Cette assertion ne tient pas compte des époux employés dans la même entreprise pour lesquels les coûts de la sous-diversification seraient augmentés.

Les recherches sur le thème de l'actionnariat salarié se sont principalement intéressées à ses effets sur le comportement du salarié au travail. Les mesures du comportement du salarié traditionnellement utilisées dans le domaine des ressources humaines s'efforcent notamment d'évaluer des variables latentes telles que l'implication, l'engagement, la motivation et la satisfaction. Kalmi, *et al.* (2004), dans le cas des options d'achats, et Benartzi (2001) n'ont pas montré d'effet significatif des mesures qu'ils ont utilisées. Malgré l'absence d'effet constaté, il pourrait s'avérer intéressant d'évaluer dans quelle mesure les variables dépendantes de l'actionnariat salarié sont des variables indépendantes de la décision d'achat d'actions de l'entreprise. L'actionnariat salarié pourrait ainsi être considéré comme le déclencheur d'un cercle vertueux ou vicieux selon que l'on considère qu'il améliore la performance au travail ou qu'il ne fait qu'augmenter le risque encouru par les salariés. La mesure de la relation entre le comportement du salarié au travail et son comportement d'achat contribueraient sans doute à résoudre le problème du sens de la causalité mentionné par Desbrières (2002). En effet, bien que les recherches sur le thème de l'actionnariat salarié aient mis en évidence un lien entre actionnariat salarié et performance, le sens de la relation n'a pas été explicité. Il reste difficile d'évaluer si l'effet incitatif de l'actionnariat salarié impacte la performance ou si des gains de productivité entraînent la mise en place de plans de partage des bénéfices tel que l'actionnariat. Kalmi, *et al.* (2004), dans leur étude sur les plans d'options, indiquent que la période de détention des actions, une fois les options exercées, dépend des attentes *a priori* des salariés concernant leur plan. Enfin, Cohen (2004) mesure l'impact de l'appartenance syndicale sur le choix d'acquérir des actions de son entreprise. Il constate que l'appartenance à un syndicat influe négativement sur la détention d'actions de l'entreprise. Dans le contexte français, la mesure de cette variable présente un intérêt. Les principaux syndicats français sont en effet opposés à l'actionnariat salarié essentiellement du fait des risques de sous-diversification qu'il implique. L'appartenance syndicale serait donc potentiellement source de variance dans les choix des salariés.

1.4. Les caractéristiques de l'entreprise

Les grandes entreprises ne sont pas confrontées aux mêmes problèmes de liquidité de leurs titres que les petites entreprises. Que l'on considère les plans de retraite américains ou les Plans d'Epargne Entreprise français, ces problèmes de liquidité sont dissuasifs pour les petites et moyennes entreprises. Ces dernières doivent en effet être en mesure de faire face aux retraits des salariés, à l'échéance du plan notamment. Le coût lié à la nécessité d'assurer ces remboursements peut être compensé dans une certaine mesure par la possibilité que l'actionnariat salarié offre de créer un marché de titres interne à l'entreprise. Cet argument est fréquemment énoncé dans le cas des problèmes de reprise. L'actionnariat salarié permet dans ce contexte de céder l'entreprise aux salariés en cas d'absence d'autres repreneurs. Mais l'argument des grandes entreprises est aussi celui de la sécurité. Les fluctuations des cours de certaines des plus grandes entreprises cotées sont très corrélées à l'indice de marché. Purcell (2003a) mesure l'effet de la taille de l'entreprise en terme de chiffre d'affaires, du nombre d'employés et de total des actifs. Il remarque que seul le total des actifs a un lien significatif avec la concentration des plans de retraite en actions de l'entreprise.

Degeorge, *et al.* (2004) soulignent l'importance de l'effort de marketing et de communication réalisé par France Télécom auprès de ses salariés au moment de sa privatisation. Selon ces auteurs, la participation à l'ouverture de capital de France Télécom supposait un « coût de recherche » (*search cost*) d'informations pour les salariés. Pour participer à l'opération, les salariés devaient en effet étudier les conditions de souscription des actions de leur entreprise. Ils indiquent que ce coût de recherche a pu être diminué du fait de la politique d'information importante mise en œuvre par France Télécom. Leurs résultats indiquent que la politique de communication a favorisé la participation des salariés y ayant eu accès. Pour cette opération, les efforts de communication étaient destinés aux salariés. Quoiqu'il en soit, la politique de communication de même que la position de l'entreprise à l'égard de l'actionnariat salarié ont une influence sur les choix des salariés. Les remarques de Degeorge, *et al.* (2004) peuvent être rapprochées des résultats empiriques de Cohen (2004). Ce dernier mesure l'impact des dépenses publicitaires à destination des consommateurs – et non seulement des salariés – sur le comportement d'achat d'actions de l'entreprise par les salariés en supposant que des campagnes de publicité plus importantes auraient tendance à rendre le salarié plus fier de travailler dans son entreprise mais aussi plus loyal. Il rapporte un effet significatif de cette variable sur le comportement d'achat des salariés.

2. Décisions d'investissement des salariés et finance comportementale

La finance comportementale admet que les individus puissent prendre des décisions sous l'influence de biais cognitifs. Les apports de ce courant de la recherche en finance s'inspirent notamment de la psychologie et de l'économie expérimentale. Dans cette section, nous considérons plusieurs phénomènes comportementaux identifiés comme des déterminants de l'investissement en actionnariat salarié. L'extrapolation excessive des performances futures, la loyauté ou la familiarité et le *design* de l'offre de fonds constituent des biais comportementaux favorisant l'investissement en actions de l'entreprise.

2.1. L'extrapolation excessive des performances futures

Afin d'expliquer les choix des salariés investissant leur épargne dans des actions de leur entreprise, Benartzi (2001) s'appuie sur l'un des biais cognitifs révélés par Tversky & Kahneman (1974) : la « représentativité » (*representativeness*). Ces derniers montrent que les décisions d'individus en situation d'incertitude sont guidées par des heuristiques et des biais cognitifs. D'après Boudon & Filleule (2002), les limites de la rationalité peuvent provenir du manque d'informations disponibles ou de la fausseté de ces informations, de l'incertitude dans la relation de cause à effet reliant les actions à leurs conséquences et du manque de temps disponible pour examiner toutes les actions possibles et leurs conséquences. « Il faut bien se rendre compte que les individus ont des connaissances et des capacités cognitives limitées, qui ne leur permettent pas de parvenir à la réponse exacte par une méthode rigoureuse. Ils doivent donc s'appuyer sur des raisonnements simplifiés, sur des heuristiques » (p. 95).

Avant d'être adapté dans le contexte des *401(k)*, la représentativité avait été intégrée dans un modèle de choix d'investisseur proposé par Shleifer (2000).

Dans le cas des choix d'investissement, Benartzi & Thaler (1999) révèlent par exemple que les flux sur les marchés financiers de la fin des années 90 peuvent être expliqués par les rentabilités enregistrées durant les années précédentes.

Dans le cas des salariés, le biais de représentativité se concrétise par leur tendance à considérer que la rentabilité passée des actions de leur entreprise est représentative des performances à venir. D'après Benartzi (2001), les salariés investissant dans des actions de leur entreprise extrapoleraient la rentabilité des actions de leur entreprise de façon excessive. Dans le cas de la gestion d'OPCVM, les performances passées des produits d'investissement

peuvent être un indicateur de la bonne gestion et des compétences du gérant¹⁴². Pour un investissement dans un seul titre, il est peu probable que ce soit le cas. Afin de tester son hypothèse d'extrapolation excessive, Benartzi utilise les données issues des allocations de fonds dans les plans 401(k) des entreprises du S&P 500. Il montre ainsi que les employés des firmes ayant les meilleures rentabilités durant les dix années précédentes sont ceux qui investissent le plus dans des actions de leur entreprise (39,7% de leurs contributions en moyenne). Au contraire, les employés des firmes ayant les plus mauvaises rentabilités sur dix ans n'investissent que 10,37% de leurs contributions dans des actions de leur entreprise. Pour confirmer ces résultats, Benartzi a diffusé un questionnaire aux abonnés de *Morningstar.com* comprenant deux questions dont les réponses sont évaluées par des échelles. La première leur demande d'évaluer la performance passée des actions de leur entreprise sur les cinq dernières années. Les répondants doivent ensuite estimer la performance des actions de leur entreprise dans les cinq années à venir. La corrélation observée entre les réponses aux deux questions est de 0,52 significative au seuil de 1%. Cette corrélation révèle la tendance des salariés à évaluer les performances futures des actions de leur entreprise en fonction de leurs performances passées.

Huberman & Sengmuller (2004) et Choi, *et al.* (2003)¹⁴³ ont aussi montré l'existence de l'effet d'extrapolation excessive mis en évidence par Benartzi. Leurs recherches s'intéressent à l'impact des rentabilités passées sur les décisions des salariés d'investir dans des actions de leur entreprise d'une part (contributions initiales et contributions suivantes), sur leurs décisions d'opérer des transferts entre les fonds investis en actions de leur entreprise et les autres catégories de fonds d'autre part. Ces deux recherches confirment les effets des rentabilités passées sur les décisions des salariés d'investir dans des actions de leur entreprise. Choi, *et al.* (2004) révèlent l'existence d'effets contradictoires en fonction du type de décision prise par le salarié. D'après leurs résultats, de bonnes performances des actions de leur entreprise inciteraient les salariés à y investir une part plus grande de leur contribution initiale. Par la suite, des résultats favorables les encourageraient à augmenter cette part de leur plan investie en actions de leur entreprise. Les rentabilités passées sont mesurées sur une année seulement. En revanche, en ce qui concerne les transferts ou virements entre les différentes catégories de fonds, des performances favorables des actions de l'entreprise

¹⁴²A ce titre Patel, *et al.* (1991) constatent que les achats de parts de *mutual funds* sont influencés par leurs performances récentes. Baks, *et al.* (2001) indiquent qu'un investisseur bayésien peut rationnellement utiliser les performances passées pour évaluer les gestionnaires de fonds.

¹⁴³Huberman et Sengmuller (2004) utilisent les données de la SEC, Choi, *et al.* (2003) utilisent les données individuelles relatives aux employés de trois grandes entreprises.

encourageraient les salariés à s'en désengager pour investir dans d'autres types de fonds au sein du plan *401(k)*. Les salariés suivraient donc la tendance du cours au moment de décider de leur contribution. A l'inverse, de bonnes rentabilités passées les encourageraient à transférer leurs avoirs des fonds d'actionnariat salarié vers d'autres catégories de fonds. Huberman et Sengmueller montrent des résultats similaires en retenant une période de trois ans précédant les contributions et les transferts. Ils mettent ensuite en évidence un effet d'asymétrie selon lequel les participants réagiraient plus fortement aux hausses de cours qu'aux baisses. Autrement dit, une hausse du cours durant les trois années précédentes entraînerait proportionnellement plus d'achats que ce qu'une baisse n'entraînerait de ventes. Enfin, leurs résultats suggèrent que les réactions sont plus fortes en terme de transferts et de contributions pour les entreprises ayant enregistré des gains (pertes) supérieures (inférieures) aux performances de l'indice de référence (S&P 500).

2.2. La familiarité et la loyauté des salariés envers leur entreprise

De simples expériences individuelles peuvent révéler que l'on parie davantage sur ce que l'on connaît. De cette façon, on peut constater que, malgré la limitation des freins aux échanges internationaux, les investissements domestiques sont préférés aux investissements internationaux alors que les gains d'une telle diversification géographiques paraissent évidents. Les expériences de Heath & Tversky (1991) ont révélé l'existence de phénomènes comportementaux permettant de mieux comprendre de tels agissements. D'après leurs résultats, les individus préfèrent parier dans un contexte dans lequel ils se considèrent compétents que dans une situation dans laquelle ils se sentent ignorants ou mal informés. Ils concluent que cette « hypothèse de compétence » permet d'expliquer pourquoi des investisseurs ignorent les avantages de la diversification en pariant sur les titres d'un petit nombre d'entreprises dont ils pensent être familiers. Ce « biais de familiarité » (*familiarity bias*) a fait l'objet de tests empiriques par Huberman (2001) mais dans un autre contexte que celui des *401(k)*. Il mentionne néanmoins que les investissements des salariés dans des actions de leur entreprise relèvent d'un biais de familiarité. Driscoll, *et al.* (1995) constatent que les salariés bénéficiaires de plans *401(k)*¹⁴⁴ considèrent l'investissement dans les actions de leur société comme étant plus sûr qu'un investissement dans un fonds diversifié investi dans des actions américaines. Ils jugent que ces dernières sont plus sûres qu'un fonds investi dans des actions internationales. D'après les résultats de cette enquête, les répondants préfèrent un

investissement qui leur est familier et les actions de leur entreprise sont l'investissement dont ils se sentent le plus familiers. Les résultats de Benartzi (2001) semblent indiquer une tendance similaire. En effet, il a testé l'interaction entre l'extrapolation excessive et la familiarité. Il montre que les salariés qui se sentent plus familiers de leur entreprise ont davantage tendance à extrapoler les rentabilités passées de façon excessive. Malgré l'effet modérateur qu'il mesure entre extrapolation excessive et familiarité, Benartzi ne trouve pas d'effet direct de la familiarité sur le comportement des salariés. Ce sentiment de familiarité relevé par Huberman (2001) pourrait donc entraîner l'optimisme et la confiance excessive¹⁴⁵ des salariés vis-à-vis des actions de leur entreprise. Benartzi (2001) teste ces deux phénomènes d'optimisme et de confiance excessive en demandant aux abonnés de *Morningstar.com* lequel des deux investissements, en actions de leur entreprise ou dans le portefeuille de marché, est le plus susceptible de perdre la moitié de sa valeur dans les cinq années à venir. Seulement 16,4% des répondants pensent qu'un investissement dans le portefeuille de marché est plus sûr qu'un investissement en actions de l'entreprise. Les analyses de Benartzi d'une enquête menée par John Hancock Financial Services révèlent le même optimisme. Mitchell & Utkus (2002) indiquent une tendance similaire en se basant sur les données d'une enquête réalisée par Vanguard et John Hancock. Les répondants estiment que les actions de leur entreprise sont moins risquées que le portefeuille de marché alors que les actions des entreprises concernées sont deux à six fois plus volatiles que celui-ci. D'après Benartzi (2001), les répondants ne comprennent pas véritablement le risque d'un investissement en actions de leur entreprise. Benartzi s'efforce par ailleurs de mesurer l'effet de la loyauté des salariés envers leur entreprise¹⁴⁶. Il n'indique aucune influence significative de cette variable sur les choix des salariés. Plus récemment au Royaume-Uni, Pendleton (2006) a conclu à une influence positive de la familiarité sur l'investissement en actions de l'entreprise. Le proxy utilisé par ce dernier est celui de l'ancienneté. Cohen (2004), quant à lui, utilise comme proxy de la loyauté, l'appartenance à un conglomérat ou à une filiale (*stand alone employee* et *conglomerate employee*). Se faisant, il suppose qu'en choisissant les actions de son entreprise, l'employé d'une filiale investit plus directement dans l'activité de sa firme qu'un employé du siège qui, en achetant des actions de son entreprise, investit dans l'ensemble des activités de celle-ci y compris celle avec lesquelles il n'a aucun attachement direct. Son hypothèse est donc que les employés de filiales investissent davantage dans des

¹⁴⁴Un échantillon aléatoire de 803 salariés.

¹⁴⁵Sur les phénomènes d'optimisme et de confiance excessive, on se reportera à Weinstein (1980), Odean (1999) et Barber et Odean (2000).

¹⁴⁶Il utilise pour cela le questionnaire d'engagement organisationnel de Mowday, *et al.* (1979).

actions de leur entreprise que des employés du siège. Il confirme son hypothèse en isolant les effets de diversification des risques, de familiarité géographique, d'information privilégiée et d'extrapolation excessive. Les résultats de Cohen (2004) révèlent en outre que la longévité du dirigeant (*CEO tenure* et *CEO company's tenure*) a une influence significative sur la détention d'actions de leur entreprise par les employés. Cette variable a, selon lui, une influence sur la loyauté des employés.

Si les salariés se sentent familiers de leur entreprise, le seraient-ils suffisamment pour disposer d'informations privilégiées concernant l'évolution future du cours de ses actions ? Une réponse positive induirait un comportement rationnel de leur part. Dans ce cas, ces derniers se comporteraient en effet comme des initiés bénéficiant d'une meilleure information que les autres actionnaires sur les rentabilités à venir. Le test de cette hypothèse par Benartzi (2001) ne montre pas que les salariés soient en mesure de prévoir les évolutions futures du cours de l'action de leur entreprise. Huberman & Sengmuller (2004) indiquent que les contributions des salariés aux fonds investis en actions de l'entreprise ne prédisent pas les évolutions du cours de l'action. Les résultats de Cohen (2004) aboutissent à des conclusions similaires et suggèrent plutôt que les salariés ont tendance à ne pas anticiper les baisses. Il met en évidence des comportements de vente avant les hausses et d'achats avant les baisses importantes.

2.3. L'influence du *design* de l'offre

Les phénomènes énoncés précédemment limitent les aptitudes des salariés à agir pour leur propre bien-être. Ils conduisent à remettre en cause le bien-fondé des choix qu'ils opèrent entre les diverses options d'investissement qui leur sont proposées. C'est le problème auquel sont confrontés Benartzi & Thaler (2002). Ces derniers ont proposé à des individus, dans le cadre de leur étude, d'évaluer plusieurs portefeuilles. Parmi eux figurait celui que les participants avaient eux-mêmes composé. Leurs résultats montrent que 62% des répondants préfèrent le portefeuille choisi par le répondant médian au portefeuille qu'ils ont eux-mêmes composé et que 21% seulement des répondants expriment une préférence pour leur propre portefeuille. Après avoir exploré plusieurs explications de ce phénomène, ils concluent que les participants évaluent mal leur préférence en terme de profil de risque et de rentabilité. Ils commettent des erreurs au moment de choisir l'allocation de leurs actifs entre les divers fonds. Ces erreurs tiennent au choix d'un mauvais couple risque / rentabilité le long de la frontière efficiente des combinaisons optimales. D'après ces résultats, il semble que les

préférences des participants soient mal définies et que ces derniers aient tendance à exercer leur choix de façon incohérente. Leur comportement serait notamment guidé par l'« aversion de l'extrême » (*extremeness aversion*) mise en évidence par Simonson & Tversky (1992). Parmi trois choix proposés – trois prix différents par exemple¹⁴⁷ –, les individus auraient tendance à sélectionner le choix moyen. Afin de tester ce phénomène, Benartzi et Thaler proposent aux participants de choisir un portefeuille parmi quatre proposés dans le cadre d'une expérience. Le premier assure une pension de retraite mensuelle certaine de 900 dollars. Les pensions mensuelles que rapportent les trois autres portefeuilles varient en fonction de l'évolution du marché (favorable avec une probabilité de 0,5, défavorable avec une probabilité équivalente). Les rentabilités de ces trois portefeuilles dans chacune des deux conditions de marché sont respectivement de 1100 ou de 800 dollars pour le premier, de 1260 ou de 700 dollars pour le deuxième et de 1380 ou de 600 dollars pour le troisième. Benartzi & Thaler (2002) confirment que le phénomène d'aversion de l'extrême s'applique aux choix d'investisseurs entre différents portefeuilles. Les répondants tendent en effet à choisir le portefeuille présentant un risque moyen. Ils en concluent que des individus confrontés à des choix multiples utilisent des heuristiques pour se déterminer.

Dans le cadre d'une autre recherche, ils mettent en évidence l'existence d'une autre heuristique : la « diversification naïve » ou « règle 1/N » (*Naïve diversification* ou *1/N rule*). Cette règle de diversification naïve consiste à allouer une part 1/N d'une nouvelle contribution à l'ensemble des fonds disponibles, N étant le nombre de fonds proposés dans le cadre du plan. Benartzi et Thaler précisent que cette règle de diversification est un cas particulier de l'« heuristique de diversification » mise en évidence par Simonson (1990) et Read & Lowenstein (1995). Pour démontrer l'existence de cette heuristique dans le cas des plans de retraite, ils utilisent des plans expérimentaux ainsi que des données en coupe transversale. Leurs résultats montrent que les participants sont moins sensibles à la nature des fonds proposés (actions, obligations ou liquidités) qu'au nombre de ces fonds. Ces résultats mettent l'accent sur l'importance de l'offre de fonds proposée. En effet, si le nombre des fonds à dominante actions est plus important que le nombre de fonds investis en obligations, la diversification naïve entraîne une plus forte concentration des plans en actions et inversement. Ce phénomène peut expliquer selon eux l'augmentation de la part des fonds de retraite investie en actions durant les années 90.

Liang & Weisbenner (2002) ont établi un lien entre diversification naïve et investissement en actions de l'entreprise. Leurs résultats montrent en effet que le nombre d'options proposées

¹⁴⁷En l'occurrence, l'expérience de Simonson et Tversky (1992) fait référence à des appareils photos.

permet de prédire l'investissement en actions de l'entreprise. Les employés choisiraient de placer une part $1/N$ de leurs contributions dans des actions de leur entreprise. En outre, ils continueraient à adopter cette heuristique de diversification dans le cas d'une augmentation du nombre de fonds proposés et ne diminueraient la part de la contribution allouée aux actions de leur entreprise que dans les quatre à cinq années suivant cette augmentation. Les auteurs mettent aussi en évidence l'existence d'un effet d'appui.

Mettant à nouveau l'accent sur l'importance de l'offre de fonds, Benartzi & Thaler (1999) indiquent que la façon dont l'offre de fonds est présentée aux participants des plans de retraite peut aussi avoir une influence sur la répartition choisie entre les différents fonds proposés. Les choix varieraient ainsi selon que les rentabilités des fonds sont présentées sur le court terme ou le long terme. Ces résultats sont en conformité avec ceux de Russo (1977) et de Kahneman & Tversky (1984) qui ont démontré que la façon dont l'information est présentée a une influence sur les choix des individus.

La possibilité donnée aux employés de choisir parmi plusieurs catégories de fonds peut avoir des conséquences néfastes sur leur bien-être appréhendé du point de vue de la théorie économique. Mais ce choix peut aussi signifier pour les salariés la possibilité de ne pas faire de choix. C'est l'argument soulevé par Iyengar, *et al.* (2004). Le salarié en présence de choix trop nombreux ne serait plus en mesure de les évaluer. Cette surcharge de choix (*Choice overload*) conduirait les individus à ne pas choisir entre les options proposées. Leurs résultats montrent que l'augmentation du nombre de fonds proposés dans le cadre du plan *401(k)* entraîne une baisse du taux de participation. Ainsi, pour chaque dizaine de fonds ajoutée à la gamme de fonds, la participation des salariés diminuerait de 1,5 à 2%. La tendance à augmenter le nombre d'options proposées est continue depuis plusieurs années aux Etats-Unis dans le cadre des plans *401(k)* à contributions définies. Dans certains cas, le nombre de fonds proposés peut dépasser cinquante. Le rapport annuel de Vanguard Group révèle que le nombre moyen de fonds proposés est passé de 13,2 en 2000 à 16,4 en 2003. Parallèlement, le nombre moyen de fonds choisis par les salariés n'a pas vraiment évolué, de 3,1 à 3,4¹⁴⁸. Paradoxalement, cette augmentation du nombre de fonds offerts serait causée par la demande croissante de diversité d'après ce rapport. Cette remarque est conforme aux résultats de Iyengar & Lepper (2000) d'après lesquels un choix abondant, bien que motivant dans un premier temps, peut ensuite s'avérer décevant et conduire à l'absence de choix. Les études empiriques menées par Choi, *et al.* (2002) et Madrian & Shea (2001) ont montré que les salariés se comportaient comme des investisseurs passifs suivant un « chemin de moindre

résistance » (*Path of least resistance*) et choisissant l'option d'investissement proposée par défaut. Cette absence de choix pourrait expliquer pourquoi les salariés choisissent des fonds investis en liquidités offrant des performances médiocres ou se reportent sur l'option définie par défaut par l'employeur.

Les recherches présentées ci-dessus mettent l'accent sur l'importance du *design* de l'offre de plans proposée. Ils révèlent que les choix des salariés sont très sensibles à la façon dont l'information est présentée. Dans le cas des plans *401(k)*, les choix d'investissement sont déterminants pour le montant des pensions de retraite que les salariés obtiendront. Ces choix importants que l'on aurait pourtant cru être déterminés de façon scrupuleuse sembleraient être le résultat d'heuristiques.

Conclusion du chapitre

L'intérêt de la compréhension des décisions d'investissement des salariés réside tout d'abord dans le débat théorique qu'il peut susciter. Les recherches empiriques sur ce thème mobilisent les hypothèses comportementales des principaux courants de la finance contemporaine. Rationalité et rationalité limitée semblent en effet être à l'œuvre dans la détermination des choix des salariés. Comprendre les déterminants de ces choix présente un intérêt pour l'intégration de nouveaux critères de décision dans la théorie classique du portefeuille. En effet, les décisions d'investissement des salariés ne paraissent pas être pleinement en accord avec les conclusions de la théorie du portefeuille. Le coût de sous-diversification que les salariés supportent est difficile à évaluer car il dépend de paramètres individuels difficiles à observer tels que l'aversion pour le risque, la composition du patrimoine, le statut familial. Les tentatives d'évaluation réalisées jusqu'à présent semblent néanmoins indiquer que ce coût de sous-diversification est très élevé et qu'il ne peut être compensé que partiellement par les contributions versées par l'employeur.

Devant ce comportement irrationnel semblant mettre en défaut la théorie standard du portefeuille, les recherches américaines sur les plans *401(k)* ont testé des hypothèses comportementales. Leurs résultats indiquent que le choix des salariés d'investir dans des actions de leur entreprise serait guidé – par un effet d'appui consistant à interpréter l'abondement de l'entreprise comme un conseil d'achat implicite; – par l'extrapolation excessive des performances passées; – par leurs sentiments à l'égard de leur entreprise tels

¹⁴⁸Vangard (2004).

que la loyauté ou la familiarité; – par des heuristiques telles que la diversification naïve notamment.

La compréhension de ces choix des salariés présente un intérêt majeur si l'on considère que – dans le cas des plans *401(k)* – ils guident la stratégie d'investissement des gestionnaires de ces fonds de pensions. En France, les sociétés de gestion d'épargne salariale sont responsables de la gestion des FCPE¹⁴⁹. La compréhension des choix des salariés pour les catégories de fonds qu'elles proposent présente un intérêt en terme de définition de leur offre.

Le PEE français et le plan *401(k)* américain offrent tous deux aux salariés la possibilité de choisir entre différentes catégories de fonds parmi lesquels peuvent figurer des fonds d'actionnariat salarié. Bien que ces similitudes permettent – dans une certaine mesure – d'adapter les résultats des recherches américaines au contexte de l'épargne salariale française, les comparaisons doivent être prudentes. En effet, nous rappelons que les plans *401(k)* ont explicitement vocation à financer les pensions de retraite des salariés américains, ce qui n'est pas le cas des PEE en France.

Ce rapprochement entre les fonds *401(k)* et les PEE nous a permis de rassembler des contributions répondant explicitement à notre problématique.

¹⁴⁹La gestion d'actifs et la tenue de compte doivent être réalisées par des établissements différents. Il s'agit souvent de deux filiales d'une même société mère.

***Chapitre quatrième :
Détermination du montant optimal
d'actionnariat salarié
en situation d'information imparfaite***

Chapitre quatrième : Détermination du montant optimal d'actionnariat salarié en situation d'information imparfaite¹⁵⁰

Au cours des chapitres précédents, nous sommes parvenus à plusieurs constations. La première concerne le caractère incitatif de l'actionnariat salarié. En tant qu'incitation collective, il a en effet pour vocation de stimuler les attitudes des salariés. Or, parmi les différentes incitations collectives existantes, l'actionnariat salarié a ceci de particulier qu'il modifie l'exposition au risque du patrimoine des salariés. Cette remarque nous conduit à une seconde constatation d'après laquelle, l'actionnariat salarié est coûteux pour le salarié en terme d'exposition au risque. Lors de la revue de littérature, nous avons en effet constaté que le coût de l'investissement en actionnariat salarié pouvait être élevé d'après les estimations de Meulbroek (2005), Ramaswamy (2003) et Poterba (2003).

A notre connaissance, aucune contribution théorique n'a encore étudié l'investissement du salarié en actions de son entreprise dans un contexte d'asymétrie d'information en tenant compte des effets incitatifs de l'actionnariat salarié. On constate pourtant avec Jacquillat & Levasseur (1984) que la levée de l'hypothèse d'information parfaite a considérablement enrichi la connaissance des phénomènes financiers. Les nombreux apports théoriques prenant l'asymétrie d'information pour point de départ ont d'ailleurs reçu le soutien des résultats empiriques et des praticiens (Tirole, 2006). La relation entre dirigeant et salarié est fréquemment désignée comme un contexte propice au problème d'aléa moral. Adopter cette approche permet de nous focaliser sur la relation liant le dirigeant et le salarié en étudiant l'effet incitatif de l'actionnariat salarié d'une part et son effet sur le patrimoine du salarié d'autre part. Dans le modèle considéré, la décision du dirigeant porte sur le niveau de la contribution versée au salarié sous forme d'actions de l'entreprise. La décision du salarié porte sur le niveau de l'effort et la composition de son patrimoine.

Nous présentons tout d'abord le modèle en décrivant la technologie de l'entreprise, les préférences du dirigeant et du salarié, et la structure du jeu. Nous mettons ensuite en évidence la solution du modèle. Cette solution se caractérise par un équilibre de Nash parfait en sous-jeu dans lequel il existe un niveau d'actionnariat salarié optimal versé par le dirigeant au salarié. Nous déterminons ensuite le niveau d'actionnariat salarié optimal en spécifiant une

¹⁵⁰La résolution du modèle a été possible grâce aux apports des Professeurs Lapied (GREQAM, Université Paul Cézanne), Rousseau et Grand (CEROG-IAE d'Aix-en-Provence, Université Paul Cézanne).

fonction d'utilité exponentielle négative. Enfin, nous proposons plusieurs simulations afin d'illustrer la relation entre le niveau optimal d'actionnariat salarié et plusieurs variables du modèle.

1. Présentation du modèle

L'aléa moral caractérise la relation d'emploi dans laquelle l'employeur est incapable d'observer l'intensité de l'effort fournie par son employé pour effectuer son travail. L'aléa moral postule donc tout d'abord que le comportement du salarié est inobservable. Du fait de son inobservabilité et de sa non vérifiabilité, l'effort du salarié ne peut en aucun cas être inclus dans le contrat proposé par le dirigeant. En revanche, le dirigeant peut inciter le salarié à produire un effort élevé en basant une partie de sa rémunération sur le résultat de son effort. On retrouve dans cette conclusion fondamentale l'inspiration des systèmes de participation financière tels que l'actionnariat salarié. Dans cette section, nous présentons la technologie de l'entreprise, les préférences du dirigeant et du salarié.

1.1. Technologie de l'entreprise

La rentabilité de l'entreprise est notée r_e . La rentabilité ne fait pas l'objet d'une imposition fiscale. Cette rentabilité est une variable aléatoire d'espérance μ_e et d'écart type σ_e positives. La rentabilité de l'entreprise est une fonction stochastique de l'effort. Autrement dit, la rentabilité de l'entreprise dépend de l'effort du salarié et d'une variable aléatoire. La rentabilité de l'entreprise peut aussi être considérée comme une variable aléatoire conditionnelle de l'effort caractérisée par la distribution de rentabilités de la firme. La notation e est utilisée pour définir la quantité d'effort produit par le salarié. La rentabilité de l'entreprise est caractérisée par la fonction de densité de probabilité conditionnelle de l'effort $f(r_e|e)$ d'espérance μ_e et de variance σ_e^2 .

Nous avons indiqué précédemment que le résultat pouvait être considéré comme une mesure imparfaite de l'effort. Les résultats du modèle d'aléa moral suggèrent que la rémunération peut se baser sur la mesure du résultat. La rentabilité de l'entreprise est un signal bruité de l'effort du salarié. Pour qu'il soit optimal de baser la rémunération sur ce résultat, il faut que la rentabilité de l'action de l'entreprise signale l'effort du salarié. Pour cela, il convient que de bons résultats soient d'autant plus vraisemblables que le salarié fait

des efforts élevés. Le niveau d'effort du salarié peut prendre deux valeurs, élevée (e^H) ou faible (e^L).

$$e \in \{e^L, e^H\} \quad (6)$$

Chaque niveau d'effort conditionne une distribution de rentabilité. Il en résulte que la distribution de rentabilité d'un investissement dans l'action de l'entreprise avec un effort élevé du salarié domine stochastiquement au premier ordre la distribution de rentabilité avec un effort faible.

$$F(r_e|e_H) < F(r_e|e_L) \quad \forall \mu_e \quad (7)$$

où $F(r_e|e_i)$ est la fonction de densité de probabilité cumulée.

Cette condition garantit qu'il est d'autant plus probable que l'espérance de rentabilité de l'entreprise soit forte lorsque le salarié produit un effort élevé. Seule l'espérance de rentabilité est donc affectée par un effort du salarié. L'effort n'a donc aucune d'incidence sur la volatilité de la rentabilité de l'entreprise. Nous avons considéré que le niveau d'effort du salarié prenait deux valeurs. En conséquence, l'espérance de rentabilité de l'action de l'entreprise résultant de l'effort du salarié prend, elle aussi, deux valeurs.

$$\mu_e \in \{\mu_e^H, \mu_e^L\} \quad (8)$$

Conformément à l'hypothèse de dominance stochastique du premier ordre, l'espérance de rentabilité est toujours plus élevée lorsque l'effort du salarié est élevé. Quel que soit le niveau de l'effort, l'espérance de rentabilité de l'action de l'entreprise est toujours positive.

$$\mu_e^H > \mu_e^L > 0 \quad (9)$$

1.2. Préférences des joueurs

Dans cette section, nous exposons les préférences des deux acteurs du modèle : le dirigeant et le salarié. Le premier décide du montant de la contribution en actions de l'entreprise versée au salarié, le second détermine le niveau de son effort.

1.2.1. Préférences du dirigeant

Le dirigeant fixe les termes du contrat, c'est-à-dire les conditions de la rémunération de son salarié. Dans le cadre des systèmes d'épargne salariale, la rémunération des salariés consiste le plus souvent en des contributions versées par l'entreprise. Le versement d'un

abondement ou d'une décote dans le cadre d'une ACRS par l'employeur en actions de l'entreprise au salarié constitue le principal argument explicatif des investissements en actionnariat salarié. La politique d'abondement fait l'objet de restrictions légales sur le montant versé mais en aucun cas sur la destination des contributions. Le dirigeant est neutre envers le risque.

La totalité de la richesse du dirigeant W_d est investie en actions de l'entreprise. Cette richesse est positive.

$$W_d > 0 \quad (10)$$

Le dirigeant retranche de sa richesse la rémunération du salarié. La contribution versée par le dirigeant correspond à une proportion c de la richesse initiale du salarié W_s . Plusieurs remarques nous conduisent à formuler cette hypothèse. Elles concernent les modalités d'alimentation des plans d'épargne salariale. La première remarque fait référence au fonctionnement des primes d'intéressement, la seconde porte sur les versements volontaires réalisés par les salariés. Les primes d'intéressement qui peuvent être calculées en fonction du salaire peuvent soit être épargnées, soit être retirées afin d'être consommées. Lorsqu'elles sont consommées, ces primes permettent de relâcher la contrainte budgétaire à court terme des ménages disposant des plus faibles ressources. En revanche, pour les ménages ayant des ressources plus importantes, épargner les primes d'intéressement permet de bénéficier des contributions versées par l'entreprise. Pour les primes d'intéressement comme pour les versements volontaires effectués dans le PEE, les prélèvements fiscaux sont très faibles. On suppose donc que les salariés disposant de capacités d'épargne plus importantes vont chercher à épargner dans le PEE. L'hypothèse émise sur la contribution versée par le dirigeant poursuit cette logique en postulant que le montant de la contribution est une proportion de la richesse du salarié.

Le dirigeant peut adopter trois stratégies différentes qui lui procurent une richesse finale différente. Tout d'abord, le dirigeant peut refuser de participer au contrat. Par ailleurs, le dirigeant peut décider de participer au contrat sans verser d'actionnariat salarié à son employé. Enfin, le dirigeant peut choisir de participer en versant de l'actionnariat salarié à son employé. Si le dirigeant participe au contrat, sa richesse finale dépend du niveau de l'effort choisi par le salarié.

▪ *Sortie du dirigeant*

Lorsque le dirigeant ne participe pas au contrat, il conserve sa richesse initiale W_d .

$$V^0 = W_d \quad (11)$$

▪ *Participation du dirigeant et non versement d'actionnariat salarié par le dirigeant*

Lorsque le dirigeant participe au contrat sans verser d'actionnariat salarié, sa richesse finale dépend de l'effort choisi par le salarié. Il obtient $V^{0,L}$ si l'effort du salarié est faible et $V^{0,H}$ si l'effort du salarié est élevé.

$$V^{0,L} = \int_{-\infty}^{+\infty} W_d (1 + r_e \sigma_e + \mu_e^L) f(r_e) dr_e = W_d [1 + \sigma_e E(r_e) + \mu_e^L] \quad (12)$$

$$V^{0,H} = \int_{-\infty}^{+\infty} W_d (1 + r_e \sigma_e + \mu_e^H) f(r_e) dr_e = W_d [1 + \sigma_e E(r_e) + \mu_e^H] \quad (13)$$

▪ *Participation du dirigeant et versement d'actionnariat salarié par le dirigeant*

Lorsque le dirigeant participe au contrat en versant de l'actionnariat salarié, sa richesse finale dépend de l'effort choisi par le salarié. Il obtient $V^{c,L}$ si l'effort du salarié est faible et $V^{c,H}$ si l'effort du salarié est élevé.

$$V^{c,L} = \int_{-\infty}^{+\infty} (W_d - cW_s) (1 + r_e \sigma_e + \mu_e^L) f(r_e) dr_e = (W_d - cW_s) [1 + \sigma_e E(r_e) + \mu_e^L] \quad (14)$$

$$V^{c,H} = \int_{-\infty}^{+\infty} (W_d - cW_s) (1 + r_e \sigma_e + \mu_e^H) f(r_e) dr_e = (W_d - cW_s) [1 + \sigma_e E(r_e) + \mu_e^H] \quad (15)$$

1.2.2. Préférences du salarié

Nous définissons ci-après la fonction d'utilité du salarié. Nous avons évoqué les problèmes de passager clandestin dans le cadre de la revue de littérature en indiquant que les incitations collectives étaient propices à leur survenance. Néanmoins, nous avons constaté que les résultats empiriques présentent des conclusions contradictoires à propos de ce phénomène. Dans le cadre de ce modèle, nous ne tenons pas compte du problème de passager clandestin en ne considérant qu'un seul salarié. De plus, les revenus du salarié ne font pas l'objet d'une imposition fiscale. Si l'on se limite au choix d'investissement du salarié concernant son

épargne salariale, la fiscalité n'a pas d'influence car tous les véhicules de placement qui y sont proposés bénéficient des mêmes avantages.

La fonction d'utilité totale du salarié est séparable (Holmström, 1979), c'est-à-dire que nous pouvons écrire $U=E[u(W_s)]+\Psi(e)$ où W_s est la richesse initiale du salarié, $E[u(W_s)]$ l'espérance d'utilité de la richesse et $\Psi(e)$ la désutilité croissante de l'effort. La séparabilité suppose que l'aversion au risque ne varie pas avec l'effort produit. La fonction d'utilité du salarié est strictement concave c'est-à-dire que le salarié est prudent avec $\forall W_s, u'(W_s) > 0, u''(W_s) < 0, u'''(W_s) \geq 0$. L'utilité d'une richesse nulle est nulle telle que $u(0)=0$. La désutilité de l'effort est une fonction croissante de l'effort. Elle s'écrit $\psi(e^H)$ si l'effort est élevé, $\psi(e^L)$ si l'effort est faible et $\psi(0)$ si l'effort est nul. On a :

$$\psi(e^H) > \psi(e^L) > \psi(0) = 0 \quad (16)$$

Le problème du salarié consiste à choisir le niveau d'effort qui maximise l'espérance d'utilité de sa richesse compte tenu de l'effort effectué. Nous nous intéressons donc à l'utilité de la richesse que procure au salarié la composition de son épargne salariale en actifs risqués d'une part et à la désutilité de l'effort d'autre part. L'épargne salariale peut être composée de deux catégories d'actifs risqués : l'action de l'entreprise et un actif représentatif du portefeuille de marché dégagant une rentabilité r_m d'espérance μ_m et de variance σ_m^2 positives.

Le salarié peut adopter trois stratégies différentes qui lui procurent une richesse finale différente. Tout d'abord, le salarié peut refuser de participer au contrat. Par ailleurs, le salarié peut décider de participer au contrat en effectuant un effort élevé avec ou sans actionnariat salarié. Enfin, le salarié peut choisir de participer en effectuant un effort faible avec ou sans actionnariat salarié. La richesse finale du salarié dépend de son effort et de la contribution versée par le dirigeant.

▪ *Sortie du salarié*

Lorsque le salarié ne participe pas au contrat, il n'a pas accès à l'épargne salariale et ne retire aucune utilité de sa richesse et ne supporte aucun coût lié à la désutilité de l'effort.

$$U^0 = E[u(0)] - \psi(0) = 0 \quad (17)$$

▪ *Participation du salarié sans actionnariat salarié*

Lorsque le salarié participe au contrat sans bénéficier d'actionnariat salarié, sa richesse finale dépend du niveau de l'effort qu'il choisit. Il obtient $U^{0,L}$ si son effort est faible et $U^{0,H}$ si son effort est élevé.

$$U^{0,L} = \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m)] f(r_m) dr_m - \psi(e^L) \quad (18)$$

$$U^{0,H} = \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m)] f(r_m) dr_m - \psi(e^H) \quad (19)$$

▪ *Participation du salarié avec actionnariat salarié*

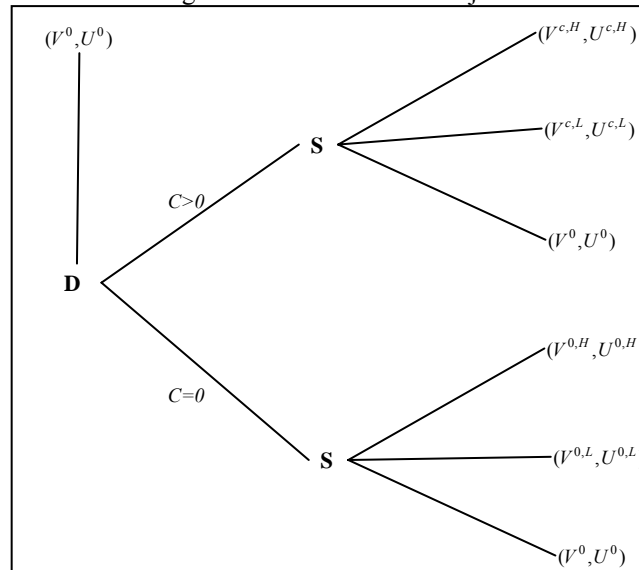
Lorsque le salarié participe au contrat en bénéficiant d'actionnariat salarié, sa richesse finale dépend du niveau de l'effort qu'il choisit. Il obtient $U^{c,L}$ si son effort est faible et $U^{c,H}$ si son effort est élevé.

$$U^{c,L} = \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + cW_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^L)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m - \psi(e^L) \quad (20)$$

$$U^{c,H} = \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + cW_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^H)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m - \psi(e^H) \quad (21)$$

Compte tenu des préférences du dirigeant et du salarié énoncées ci-dessus, nous proposons l'arbre de Kuhn suivant. Il présente les différentes stratégies adoptées par les joueurs et la matrice des gains qui en résulte.

Figure 5 : Arbre de Kuhn du jeu



1.3.Hypothèses

En ce qui concerne la participation du salarié, nous considérons que l'utilité totale retirée de la participation au contrat en l'absence d'actionnariat salarié est toujours positive.

La condition suivante traduit cette hypothèse :

$$U^{0,L} = \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m\sigma_m + \mu_m)]f(r_m)dr_m - \psi(e^L) > 0 \quad (H1)$$

Pour un niveau d'effort donné, l'utilité du salarié avec actionnariat salarié est supérieure à l'utilité du salarié en l'absence d'actionnariat salarié.

$$\begin{aligned} \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m\sigma_m + \mu_m) + cW_s(1 + r_e\sigma_e + \mu_e^i)]f(r_e, r_m)dr_e dr_m - \psi(e^i) \geq \\ \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m\sigma_m + \mu_m)]f(r_m)dr_m - \psi(e^i) \quad \forall c > 0 \text{ et } i \in \{L, H\} \end{aligned} \quad (H2)$$

Nous retenons un niveau d'aversion relative envers le risque α inférieur à l'unité où x correspond à un niveau de richesse donné.

$$\forall x : \alpha = -x \frac{u''(x)}{u'(x)} \leq 1 \quad (H3)$$

$$\text{Les distributions de } r_m \text{ sont symétriques.} \quad (H4)$$

2. Solution du modèle

Dans cette section, nous montrons tout d'abord l'existence d'un niveau d'actionnariat salarié optimal c^* . Nous donnons ensuite une expression c^* en spécifiant une fonction d'utilité exponentielle négative. Nous proposons enfin des simulations graphiques qui illustrent les relations entre les variables du modèle et c^* .

2.1.Existence d'un niveau d'actionnariat salarié optimal c^*

Compte tenu des hypothèses H1, H2, H3 et H4, nous formulons la proposition suivante concernant l'existence d'un niveau d'actionnariat salarié optimal :

PROPOSITION : Pour un différentiel de désutilité de l'effort $\psi(e^H) - \psi(e^L)$ suffisamment faible, il existe un niveau d'actionnariat salarié optimal $c^* \in]0, \bar{c}]$ tel que $(V^{c^*,H}, U^{c^*,H})$ soit un équilibre de Nash parfait en sous-jeu (Selten, 1965). Il vérifie :

$$F(c^*) = \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + c^* W_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^H)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m$$

$$- \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + c^* W_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^L)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m = \psi(e^H) - \psi(e^L)$$

avec $\bar{c} = \frac{W_d}{W_s} \frac{\mu_e^H - \mu_e^L}{1 + \mu_e^H + \sigma_e E(r_e)}$

Les conditions permettant de parvenir à cet équilibre sont expliquées ci-dessous.

LEMME 1 : Si le dirigeant ne verse pas d'actionnariat salarié ($c = 0$), la décision optimale du salarié est de produire un effort faible (e^L).

Preuve : D'après H1, l'utilité totale retirée de la participation au contrat en l'absence d'actionnariat salarié est toujours positive ($U^0 > 0$). Puisque la sortie du salarié apporte une utilité totale nulle ($U^0 = 0$), le salarié a toujours intérêt à participer et sa sortie est donc éliminée si le dirigeant ne verse pas d'actionnariat salarié ($c = 0$). Par ailleurs, la désutilité de l'effort élevé est supérieure à celle de l'effort faible ($\psi(e^H) > \psi(e^L)$) ce qui implique que l'utilité totale retirée de l'effort faible est supérieure à celle de l'effort élevé ($U^{0,H} < U^{0,L}$) si le dirigeant ne verse pas d'actionnariat salarié ($c = 0$). Il en résulte que le salarié ne choisit jamais l'effort élevé. La décision optimale du salarié est donc e^L .

LEMME 2 : La sortie du dirigeant n'est pas un équilibre de Nash parfait en sous-jeu.

Preuve : La sortie du dirigeant lui apporte une richesse inférieure à celle retirée de sa participation avec effort faible du salarié ($V^{0,L} \geq V^0$). Par ailleurs, ce dernier niveau de richesse ($V^{0,L}$) peut toujours être atteint par le lemme 1.

Pour que le versement d'une contribution positive ($c > 0$) par le dirigeant et le choix de l'effort élevé par le salarié ($V^{c,H}, U^{c,H}$) soit un équilibre de Nash parfait en sous-jeu, il faut qu'il existe une contribution positive ($c > 0$) qui vérifie simultanément les conditions suivantes.

Le dirigeant joue $c > 0$ si :

- Sa richesse avec versement d'actionnariat salarié et un effort élevé du salarié ($V^{c,H}$) est supérieure à sa richesse sans versement d'actionnariat salarié ($V^{0,L}$).

$$V^{c,H} \geq V^{0,L} \quad (22)$$

- Sa richesse avec versement d'actionnariat salarié et effort élevé du salarié ($V^{c,H}$) est supérieure à sa richesse en cas de sortie du jeu (V^0).

$$V^{c,H} \geq V^0 \quad (23)$$

Avec $c > 0$, le salarié joue e^H si :

- L'utilité qu'il retire de l'effort élevé ($U^{c,H}$) est supérieure à celle qu'il retire de l'effort faible ($U^{c,L}$).

$$U^{c,H} \geq U^{c,L} \quad (24)$$

- L'utilité qu'il retire de l'effort élevé ($U^{c,H}$) est supérieure à celle qu'il retire en cas de sortie du jeu (U^0).

$$U^{c,H} \geq U^0 \quad (25)$$

LEMME 3 : La condition (22) ($V^{c,H} \geq V^{0,L}$) implique que la condition (23) ($V^{c,H} \geq V^0$) est remplie.

Preuve : La sortie du dirigeant apporte à ce dernier une richesse inférieure à celle retirée de sa participation avec effort faible du salarié ($V^{0,L} \geq V^0$).

LEMME 4 : La condition (24) ($U^{c,H} \geq U^{c,L}$) implique que la condition (25) ($U^{c,H} \geq U^0$) est remplie.

Preuve : D'après H2, pour un niveau d'effort donné, l'utilité de l'employé avec actionnariat salarié est supérieure à l'utilité de l'employé en l'absence d'actionnariat salarié ($U^{c,L} \geq U^{0,L}$). Par ailleurs, d'après H1, l'utilité totale

retirée de la participation au contrat en l'absence d'actionnariat salarié est toujours positive ($U^{0,L} > U^0$). Il résulte de H1 et H2 que l'utilité de l'effort faible en présence d'actionnariat salarié ($U^{c,L}$) est supérieure à l'utilité en cas de sortie du salarié (U^0).

D'après les lemmes 4 et 5, seules les conditions (22) ($V^{c,H} \geq V^{0,L}$) et (24) ($U^{c,H} \geq U^{c,L}$) doivent être satisfaites pour atteindre l'équilibre de Nash parfait en sous-jeu.

La condition (22) ($V^{c,H} \geq V^{0,L}$) qui entraîne le versement d'actionnariat salarié par le dirigeant s'écrit :

$$\begin{aligned} (W_d - cW_s)(1 + \sigma_e E(r_e) + \mu_e^H) &\geq W_d(1 + \sigma_e E(r_e) + \mu_e^L) \\ \Leftrightarrow W_d(\mu_e^H - \mu_e^L) &\geq cW_s[1 + \mu_e^H + \sigma_e E(r_e)] \\ \Leftrightarrow c \leq \bar{c} &= \frac{W_d}{W_s} \frac{\mu_e^H - \mu_e^L}{1 + \mu_e^H + \sigma_e E(r_e)} \end{aligned} \quad (26)$$

La limite \bar{c} est le seuil d'actionnariat salarié à partir duquel le dirigeant n'a plus intérêt à verser une contribution à son salarié.

La condition (24) ($U^{c,H} \geq U^{c,L}$) qui conduit le salarié à fournir un effort élevé s'écrit :

$$\begin{aligned} F(c) &\equiv \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + cW_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^H)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m \\ &- \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + cW_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^L)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m \geq \psi(e^H) - \psi(e^L) \end{aligned} \quad (27)$$

Une condition suffisante pour montrer que $c^* \in]0, \bar{c}]$ (cf. proposition) est que $F(0) \leq F(c^*) \leq F(\bar{c})$. Cette condition est satisfaite si $F(c)$ est une fonction croissante à partir de 0.

LEMME 5 : $F(c)$ est une fonction croissante à partir de 0.

Preuve : Lorsque le versement d'actionnariat salarié est nul ($c=0$), $F(0) = 0$. Par ailleurs, la dérivée de $F(c)$ par rapport à c est positive. Nous le démontrons ci-dessous.

Signe de la dérivée de $F(c)$ par rapport à c :

La dérivée de $F(c)$ par rapport à c s'écrit comme suit :

$$\begin{aligned} \frac{\partial F(c)}{\partial c} &= \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} W_s(1+r_e\sigma_e + \mu_e^H) u'[W_s(1+r_m\sigma_m + \mu_m) + cW_s(1+r_e\sigma_e + \mu_e^H)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m \\ &- \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} W_s(1+r_e\sigma_e + \mu_e^L) u'[W_s(1+r_m\sigma_m + \mu_m) + cW_s(1+r_e\sigma_e + \mu_e^L)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m \end{aligned} \quad (28)$$

D'après H3, le coefficient d'aversion relative envers le risque est inférieur ou égal à l'unité ($\alpha \leq 1$).

$$\forall x : -x \frac{u''(x)}{u'(x)} \leq 1 \Leftrightarrow u'(x) + xu''(x) \geq 0, \forall x \Leftrightarrow (xu'(x))' \geq 0, \forall x \quad (29)$$

$xu'(x)$ est une fonction monotone croissante.

$$\begin{aligned} \text{Posons } X &\equiv W_s(1+r_m\sigma_m + \mu_m) + cW_s(1+r_e\sigma_e + \mu_e^H) \\ Y &\equiv W_s(1+r_m\sigma_m + \mu_m) + cW_s(1+r_e\sigma_e + \mu_e^L) \end{aligned}$$

En remplaçant par X et Y dans l'équation (28), on obtient :

$$\begin{aligned} \frac{\partial F(c)}{\partial c} &= \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{X - W_s(1+r_m\sigma_m + \mu_m)}{c} u'(X) f(r_e, r_m) dr_e dr_m \\ &- \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{Y - W_s(1+r_m\sigma_m + \mu_m)}{c} u'(Y) f(r_e, r_m) dr_e dr_m \end{aligned} \quad (30)$$

Après réarrangement, nous nommons I et J les deux termes entre crochets de l'équation ci-dessous :

$$\frac{\partial F(c)}{\partial c} = \frac{1}{c} \left[\underbrace{\int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} Xu'(X) f(r_e, r_m) dr_e dr_m - \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} Yu'(Y) f(r_e, r_m) dr_e dr_m}_I + \underbrace{W_s \left[\int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u'(Y) (1+r_m\sigma_m + \mu_m) f(r_e, r_m) dr_e dr_m - \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u'(X) (1+r_m\sigma_m + \mu_m) f(r_e, r_m) dr_e dr_m \right]}_J \right] \quad (31)$$

Avec $c \geq 0$, $\frac{\partial F(c)}{\partial c}$ est positif si I et J sont positifs.

Signe de I :

Puisque $xu'(x)$ est une fonction monotone croissante et que $X > Y$, alors $I \geq 0$. Il faut ensuite démontrer que $J \geq 0$.

Signe de J :

Après réarrangement, nous nommons K et L les deux termes entre crochets de l'équation ci-dessous :

$$J = W_s \left[\begin{aligned} & \overbrace{\left[\int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u'(Y) f(r_e, r_m) dr_e dr_m - \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u'(X) f(r_e, r_m) dr_e dr_m \right]}^K \\ & + \sigma_m \overbrace{\left[\int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} r_m u'(Y) f(r_e, r_m) dr_e dr_m - \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} r_m u'(X) f(r_e, r_m) dr_e dr_m \right]}^L \end{aligned} \right] \quad (32)$$

Avec $W_s \geq 0$, $(1 + \mu_m) \geq 0$ et $\sigma_m \geq 0$, J est positif si K et L sont positifs.

Signe de K :

Avec $X > Y$ et u' strictement décroissante ($u'' < 0$), on a $u'(Y) > u'(X)$. Il en résulte que $K \geq 0$.

Signe de L :

Après réarrangement, nous réécrivons L :

$$L = \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} r_m \left[\overbrace{u'[W_s(1 + \sigma_m r_m + \mu_m) + cW_s(1 + \sigma_e r_e + \mu_e^H)] - u'[W_s(1 + \sigma_m r_m + \mu_m) + cW_s(1 + \sigma_e r_e + \mu_e^L)]}^{G(r_m, r_e)} \right] f(r_e, r_m) dr_e dr_m \quad (33)$$

Avec $r_m \geq 0$, L est du signe de $G(r_e, r_m)$ dont nous déterminons le signe ci-après.

Signe de $G(r_e, r_m)$:

La dérivée de $G(r_e, r_m)$ par rapport à r_m est :

$$\frac{\partial G(r_e, r_m)}{\partial r_m} = \sigma_m W_s \left[\begin{aligned} & u''[W_s(1 + \sigma_m r_m + \mu_m) + cW_s(1 + \sigma_e r_e + \mu_e^H)] \\ & - u''[W_s(1 + \sigma_m r_m + \mu_m) + cW_s(1 + \sigma_e r_e + \mu_e^L)] \end{aligned} \right]$$

Avec u'' croissante ($u''' \geq 0$) et $\mu_e^H > \mu_e^L$, $\frac{\partial G(r_m, r_e)}{\partial r_m} \geq 0$. Puisque $G(r_m, r_e)$ est

croissante en r_m pour tout r_e et que les distributions de r_m sont symétriques (H4),

$$\text{on a } L = \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} r_m G(r_m, r_e) f(r_m, r_e) dr_m dr_e \geq 0.$$

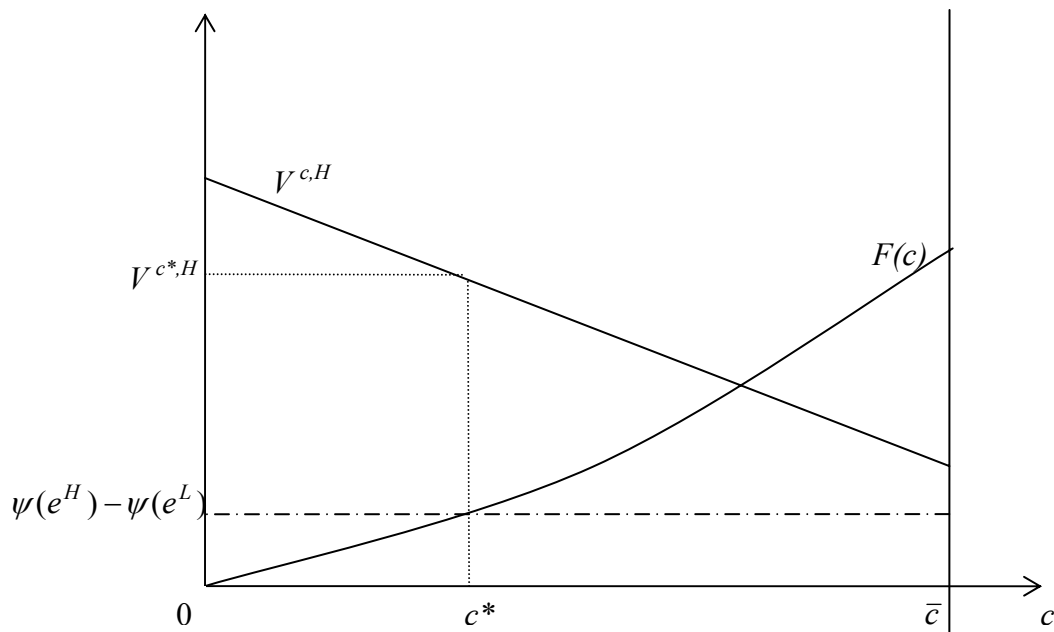
Puisque $K > 0$ et $L \geq 0$, nous concluons que $J > 0$.

La démonstration précédente nous permet de conclure que $F(c)$ est une fonction croissante à partir de 0. En effet, nous avons montré que la dérivée de $F(c)$ par rapport à c était positive car I et J étaient positifs.

Par conséquent, si $\psi(e^H) - \psi(e^L)$ est suffisamment faible avec $c^* \in]0, \bar{c}]$ tel que $F(c) \geq \psi(e^H) - \psi(e^L)$. c^* vérifie les conditions (22) et (24) de l'équilibre de Nash parfait en sous-jeu. Parmi les c possibles, le dirigeant choisit le c^* minimum tel que : $F(c^*) = \psi(e^H) - \psi(e^L)$ car $V^{C,H} = (Wd - cWs)[1 + \mu_e^H + \sigma_e E(r_e)]$ est une fonction affine décroissante de c . La maximisation de $V^{C,H}$ impose donc le choix du plus petit c satisfaisant la condition (27) dans l'intervalle $]0, \bar{c}]$.

La figure suivante propose une illustration graphique de l'équilibre obtenu. Elle illustre la proposition que nous avons formulée en début de section concernant l'existence d'un niveau d'actionnariat salarié optimal.

Figure 6 : Détermination du niveau d'actionnariat salarié optimal



2.2.Détermination du niveau d'actionnariat salarié optimal c^*

Nous donnons une expression de c^* en fonction des autres paramètres du modèle en utilisant la fonction d'utilité exponentielle négative. Le salarié est donc caractérisé par une aversion absolue envers le risque constante (CARA). L'utilité du salarié est une fonction croissante de l'espérance de richesse mais décroissante de sa volatilité en proportion de l'aversion au risque du salarié. Afin de déterminer c^* , nous procédons tout d'abord à un changement de variable afin d'écrire l'utilité du salarié multipliée par la fonction de densité de la loi normale comme une autre densité normale avec des moyennes différentes à une constante près. Or, les intégrales des densités normales sont égales à l'unité. Il en résulte que seule la constante D apparaît après intégration. Par ailleurs, nous normalisons la fonction d'utilité.

▪ Fonction de densité de la loi normale

Pour une loi normale donnée $N(m, \Sigma)$ dans (IR^n, \mathcal{R}^n) avec X le vecteur aléatoire, m le vecteur des moyennes et Σ la matrice des covariances. Si sa matrice des covariances Σ est régulière ($\Sigma \neq 0$), cette loi normale admet pour densité la fonction (Montfort, 1980) :

$$\varphi(X) = \frac{1}{(2\pi)^{\frac{n}{2}} \sqrt{|\Sigma|}} e^{-\frac{1}{2}(x-m)\Sigma^{-1}(x-m)} \quad (34)$$

Dans le cas du modèle, le nombre de variables aléatoires n est de deux (la rentabilité de l'entreprise et celle du marché), on cherche donc à exprimer (34) pour $n=2$. On pose

$$X = \begin{pmatrix} x \\ y \end{pmatrix}, m = \begin{pmatrix} m_x \\ m_y \end{pmatrix}, \Sigma = \begin{pmatrix} \sigma_x^2 & \sigma_{xy} \\ \sigma_{xy} & \sigma_y^2 \end{pmatrix} \text{ avec } |\Sigma| = \sigma_x^2 \sigma_y^2 - \sigma_{xy}^2 \neq 0 \text{ le déterminant de la matrice}$$

de covariances et $\Sigma^{-1} = \frac{1}{|\Sigma|} \begin{pmatrix} \sigma_y^2 - \sigma_{xy} & \sigma_y^2 - \sigma_{xy} \\ \sigma_x^2 - \sigma_{xy} & \sigma_x^2 - \sigma_{xy} \end{pmatrix}$ l'inverse de la matrice de covariances. En

remplaçant dans l'expression (34), on obtient :

$$\begin{aligned} \varphi(x, y) &= \frac{1}{2\pi\sqrt{|\Sigma|}} \exp \left\{ -\frac{1}{2|\Sigma|} (x - m_x \quad y - m_y) \begin{pmatrix} \sigma_y^2 - \sigma_{xy} & \sigma_y^2 - \sigma_{xy} \\ \sigma_x^2 - \sigma_{xy} & \sigma_x^2 - \sigma_{xy} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} x - m_x \\ y - m_y \end{pmatrix} \right\} \\ &= \frac{1}{2\pi\sqrt{|\Sigma|}} \exp \left\{ -\frac{1}{2|\Sigma|} (x - m_x \quad y - m_y) \begin{pmatrix} (\sigma_y^2 - \sigma_{xy})[(x - m_x) + (y - m_y)] \\ (\sigma_x^2 - \sigma_{xy})[(x - m_x) + (y - m_y)] \end{pmatrix} \right\} \\ &= \frac{1}{2\pi\sqrt{|\Sigma|}} \exp \left\{ -\frac{1}{2|\Sigma|} \left[(\sigma_y^2 - \sigma_{xy})(x - m_x)^2 + (\sigma_x^2 - \sigma_{xy})(y - m_y)^2 \right] \right. \\ &\quad \left. + (\sigma_x^2 + \sigma_y^2 - 2\sigma_{xy})(x - m_x)(y - m_y) \right\} \end{aligned}$$

$$= \frac{1}{2\pi\sqrt{|\Sigma|}} \exp \left\{ -\frac{1}{2|\Sigma|} \begin{bmatrix} (\sigma_y^2 - \sigma_{xy})x^2 + (\sigma_x^2 - \sigma_{xy})y^2 + (\sigma_x^2 + \sigma_y^2 - 2\sigma_{xy})xy \\ -[2(\sigma_y^2 - \sigma_{xy})m_x + (\sigma_x^2 + \sigma_y^2 - 2\sigma_{xy})m_y]x \\ -[2(\sigma_x^2 - \sigma_{xy})m_y + (\sigma_x^2 + \sigma_y^2 - 2\sigma_{xy})m_x]y \\ +(\sigma_y^2 - \sigma_{xy})m_x^2 + (\sigma_x^2 + \sigma_{xy})m_y^2 \\ +(\sigma_x^2 + \sigma_y^2 - 2\sigma_{xy})m_x m_y \end{bmatrix} \right\} \quad (35)$$

En considérant que les rentabilités de l'entreprise r_e et du marché r_m suivent une loi normale centrée dans (IR^n, \Re^n) , $m_e = m_m = 0$ et que la matrice des covariances supposée régulière

est $\Delta = \begin{pmatrix} \sigma_e^2 & \sigma_{em} \\ \sigma_{em} & \sigma_m^2 \end{pmatrix}$ avec $|\Delta| = \sigma_e^2 \sigma_m^2 - \sigma_{em}^2$, la fonction de densité normale jointe $f(r_e, r_m)$

après remplacement dans l'expression (35) admet pour densité :

$$f(r_e, r_m) = \frac{1}{2\pi\sqrt{|\Delta|}} \exp \left\{ -\frac{1}{2|\Delta|} [(\sigma_m^2 - \sigma_{em})r_e^2 + (\sigma_e^2 - \sigma_{em})r_m^2 + (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em})r_e r_m] \right\} \quad (36)$$

En présence d'actionnariat salarié, l'utilité de la richesse du salarié est donnée par les équations (20) et (21) selon le niveau d'effort choisi par le salarié. Avec une fonction d'utilité exponentielle, l'utilité du salarié s'écrit :

$$g(re, rm) = \exp \{ -\alpha [W_s(1 + \sigma_m r_m + \mu_m) + c W_s(1 + \sigma_e r_e + \mu_e)] \} f(r_e, r_m) \quad (37)$$

où μ_e prend les valeurs de μ_e^H et μ_e^L .

En intégrant dans l'expression (37) la fonction de densité $f(r_e, r_m)$ donnée par l'équation (36), on obtient :

$$g(r_e, r_m) = \frac{1}{2\pi\sqrt{|\Delta|}} \exp \left\{ -\frac{1}{2|\Delta|} \begin{bmatrix} (\sigma_m^2 - \sigma_{em})r_e^2 + (\sigma_e^2 - \sigma_{em})r_m^2 + (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em})r_e r_m \\ + (2|\Delta|\alpha W_s \sigma_m)r_m + (2|\Delta|\alpha c^* W_s \sigma_e)r_e \\ + 2|\Delta|\alpha W_s(1 + \mu_m) + c^*(1 + \mu_e) \end{bmatrix} \right\} \quad (38)$$

où μ_e prend les valeurs de μ_e^H et μ_e^L .

Nous cherchons les moyennes m_x et m_y telles que $\sigma_x = \sigma_e, \sigma_y = \sigma_m, \sigma_{xy} = \sigma_{em}$ (c'est-à-dire $\Sigma = \Delta$) afin d'identifier $\varphi(x, y)$ et $g(r_e, r_m)$ à une constante près D tel que :

$$D\varphi(x, y) = g(r_e, r_m) \quad (39)$$

L'identification des deux expressions (35) et (38) à D près aboutit aux deux expressions suivantes :

$$\begin{aligned} -[2(\sigma_m^2 - \sigma_{em})m_x + (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em})m_y] &= 2|\Delta|\alpha c^* W_s \sigma_e \\ -[2(\sigma_e^2 - \sigma_{em})m_y + (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em})m_x] &= 2|\Delta|\alpha W_s \sigma_m \end{aligned} \quad (40)$$

Ce système a une solution (unique) si $\det \begin{pmatrix} 2(\sigma_m^2 - \sigma_{em}) & (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em}) \\ (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em}) & 2(\sigma_e^2 - \sigma_{em}) \end{pmatrix} \neq 0$

$$\det \begin{pmatrix} 2(\sigma_m^2 - \sigma_{em}) & (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em}) \\ (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em}) & 2(\sigma_e^2 - \sigma_{em}) \end{pmatrix} = -(\sigma_e^2 + \sigma_m^2)^2$$

Pour que $-(\sigma_e^2 + \sigma_m^2)^2 \neq 0$, il faut $\sigma_e \neq \sigma_m$.

Les solutions du système (40) sont :

$$m_x = \frac{2|\Delta|\alpha W_s [2c^* \sigma_e (\sigma_e^2 - \sigma_{em}) - \sigma_m (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em})]}{(\sigma_e^2 - \sigma_m^2)^2} \quad (41)$$

$$m_y = \frac{2|\Delta|\alpha W_s [2\sigma_m (\sigma_m^2 - \sigma_{em}) - c^* \sigma_e (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em})]}{(\sigma_e^2 - \sigma_m^2)^2} \quad (42)$$

Par identification des deux expressions (35) et (38), on peut donner l'expression de la constante D :

$$D = \exp(\delta) \quad (43)$$

avec :

$$\delta = 2|\Delta|\alpha W_s [1 + \mu_m + c(1 + \mu_e)] - (\sigma_e^2 - \sigma_{em})m_y^2 - (\sigma_m^2 - \sigma_{em})m_x^2 - (\sigma_e^2 + \sigma_m^2 - 2\sigma_{em})m_x m_y$$

où δ prend les valeurs de δ^H et δ^L pour $\mu_e = \mu_e^H$ et $\mu_e = \mu_e^L$ respectivement et où m_x et m_y sont donnés par les expressions (41) et (42).

▪ Normalisation de la fonction d'utilité

La fonction d'utilité a été normalisée des conséquences certaines par $u(0) = 0$ pour un niveau de richesse W , elle est définie à une transformation affine positive près.

$$v(W) = -e^{-\alpha W}, \alpha > 0$$

$$u(W) = av(W) + b, a > 0$$

$$\Leftrightarrow u(W) = -ae^{-\alpha W} + b \Leftrightarrow -a + b = 0 \Leftrightarrow b = a$$

En conséquence, la fonction d'utilité normalisée est :

$$u(W) = a[1 - e^{-\alpha W}], \alpha > 0, a > 0 \quad (44)$$

Compte tenu des équations (39) et (44), nous pouvons réécrire la condition $F(c^*)$ comme suit :

$$F(c^*) = a \left\{ \begin{aligned} & \left[\int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} f(r_e, r_m) dr_e dr_m - D^H \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} \varphi(x, y) d_x d_y \right] \\ & - \left[\int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} f(r_e, r_m) dr_e dr_m - D^L \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} \varphi(x, y) d_x d_y \right] \end{aligned} \right\}$$

où a est une constante positive.

Puisque les intégrales des densités normales sont égales à l'unité, elles s'annulent et la condition $F(c^*)$ s'écrit :

$$F(c^*) = a(D^L - D^H) \quad (45)$$

où D^H et D^L sont les valeurs de D données par l'expression (43) pour $\mu_e = \mu_e^H$ et $\mu_e = \mu_e^L$ respectivement.

▪ Détermination de c^*

c^* est donc donné par :

$$F(c^*) = \psi(e^H) - \psi(e^L) \Leftrightarrow \exp \delta^L - \exp \delta^H = \frac{\psi(e^H) - \psi(e^L)}{a}, a > 0 \quad (46)$$

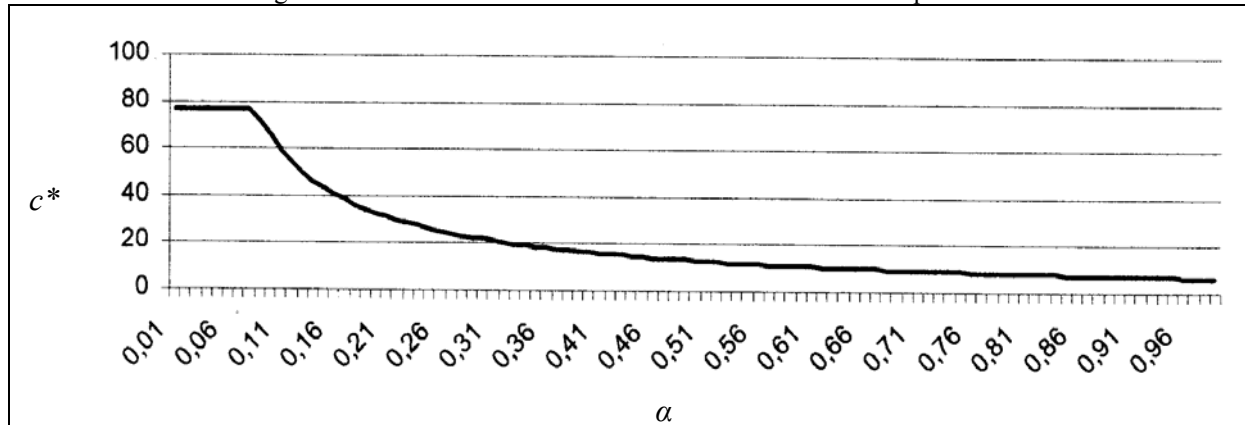
où δ^H et δ^L sont donnés par (43) pour $\mu_e = \mu_e^H$ et $\mu_e = \mu_e^L$ respectivement et m_x et m_y sont donnés respectivement par (41) et (42).

En utilisant l'expression (46), nous proposons plusieurs simulations de la relation entre c^* et plusieurs variables du modèle dans la section suivante.

2.3. Simulations des relations entre c^* et les variables du modèle

Cette section nous permet d'illustrer la relation existant entre plusieurs variables du modèle et le niveau c^* d'actionnariat salarié optimal. Pour chacune des simulations, nous mentionnons les valeurs des paramètres sous les graphiques obtenus.

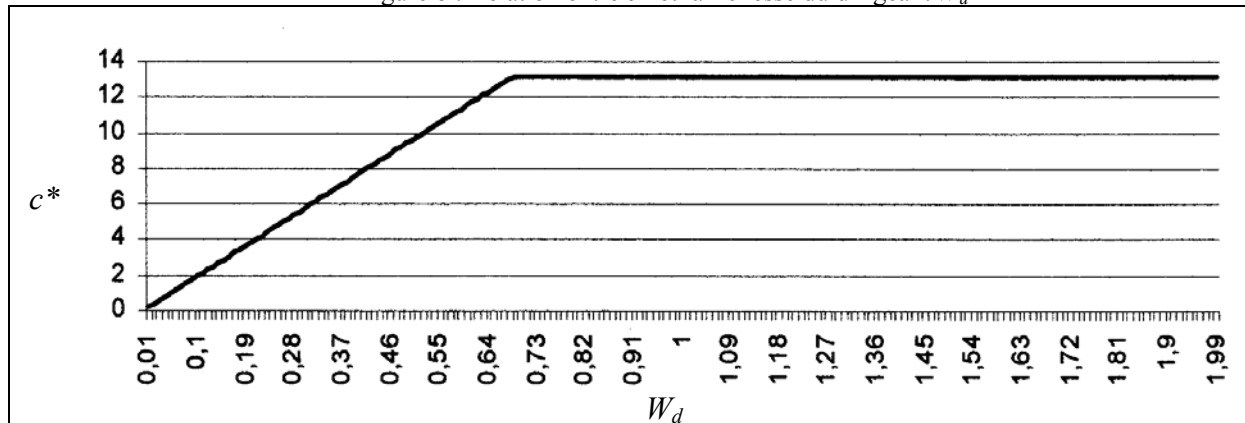
Tout d'abord, nous illustrons dans la figure ci-dessous la relation existant entre c^* et l'aversion au risque du salarié α .

Figure 7 : Relation entre c^* et l'aversion relative envers le risque du salarié α 

$$\mu_e^L = 0,05; \mu_e^H = 0,3; \mu_m = 0,5; \sigma_m = 1; \rho_{em} = 0,2; W_s = 0,01; W_d = 4; \beta_e = 1,5$$

Nous précisons tout d'abord que la simulation ci-dessus retient un coefficient bêta de l'action de l'entreprise supérieur à l'unité. Il résulte de ces conditions que, toutes choses étant égales par ailleurs, c^* est plus faible pour un niveau d'aversion relative envers le risque plus élevé. On remarque par ailleurs que, pour des niveaux d'aversion relative envers le risque très faibles, c^* ne dépasse jamais le seuil \bar{c} .

La figure ci-dessous illustre la relation existant entre c^* et la richesse du dirigeant W_d .

Figure 8 : Relation entre c^* et la richesse du dirigeant W_d 

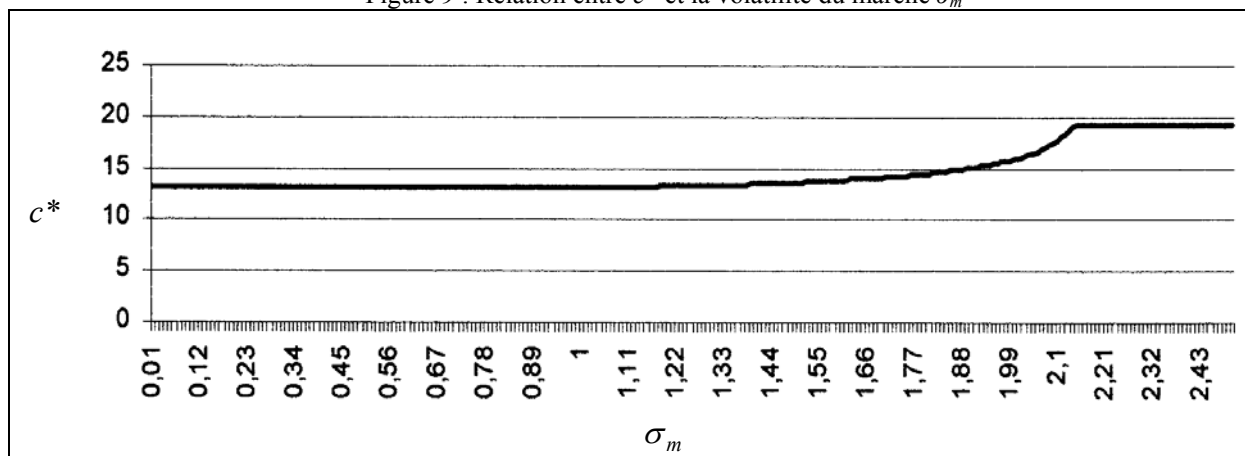
$$\mu_e^L = 0,05; \mu_e^H = 0,3; \mu_m = 0,5; \sigma_m = 1; \rho_{em} = 0,2; W_s = 0,01; \alpha = 0,5; \beta_e = 1,5$$

Le niveau de c^* augmente lorsque W_d augmente jusqu'à un certain seuil. A partir de ce seuil, l'augmentation de la richesse du dirigeant n'a plus d'effet sur c^* . On remarque tout d'abord que l'augmentation de W_d élargit l'intervalle $]0, \bar{c}]$ dans lequel c^* est défini. La richesse du dirigeant n'a pas d'effet direct sur c^* . En revanche, \bar{c} augmente avec W_d . Jusqu'à ce que la valeur d'équilibre soit atteinte, l'augmentation de \bar{c} se traduit par l'augmentation de c . En

outre, dans la figure 6, W_d est l'ordonnée à l'origine de $V^{c^*,H}$. Graphiquement¹⁵¹, l'augmentation de W_d se traduit par un déplacement de \bar{c} vers la droite et un déplacement de $V^{c^*,H}$ vers le haut à partir de l'origine ($W_d=0$) ce qui n'a pas pour effet de modifier le niveau de c^* lorsque la condition $F(c^*) = \psi(e^H) - \psi(e^L)$ est satisfaite. A partir de ce seuil, l'équilibre est atteint et le dirigeant n'a plus intérêt à rémunérer le salarié avec des actions de l'entreprise.

La figure ci-dessous illustre la relation entre c^* et la volatilité du marché σ_m .

Figure 9 : Relation entre c^* et la volatilité du marché σ_m

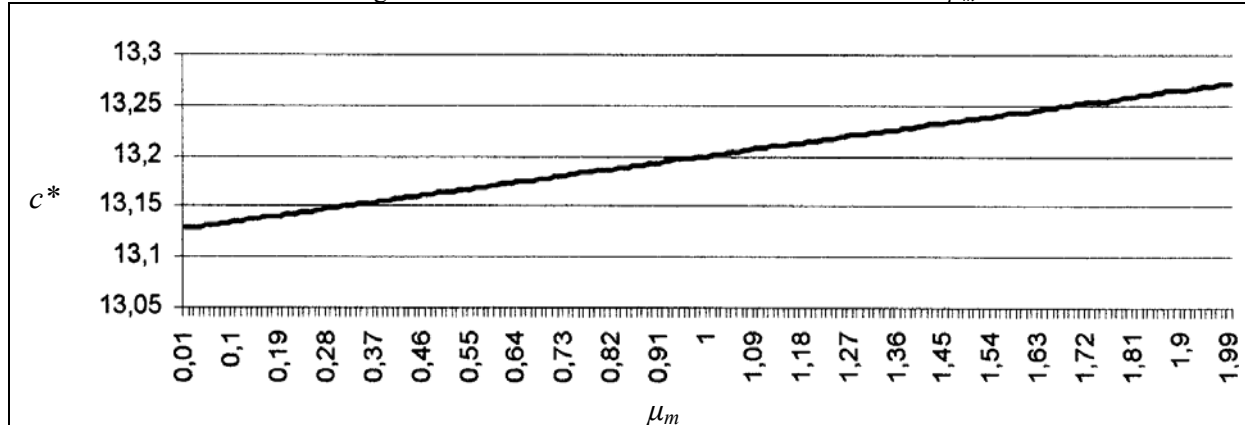


$$\mu_e^L = 0,05; \mu_e^H = 0,3; \mu_m = 0,5; W_d = 1; \rho_{em} = 0,2; W_s = 0,01; \alpha = 0,5; \beta_e = 1,5$$

Le niveau de c^* est plus élevé pour un niveau de volatilité du marché plus élevé. Cette relation se vérifie jusqu'à un certain seuil correspondant à \bar{c} . Avec $\rho_{em} = \frac{\sigma_m}{\sigma_e} \beta_e$ et ρ_{em} et β_e constants, toute augmentation de σ_m se traduit par une augmentation de σ_e dans les mêmes proportions. L'augmentation du c^* permet de compenser le risque plus élevé pour des espérances de rentabilité constantes. Or, ce risque plus élevé provient de l'augmentation conjointe du risque des deux actifs risqués détenus par le salarié. Le dirigeant peut augmenter le niveau de c jusqu'à \bar{c} .

La figure ci-dessous illustre la relation entre c^* et la rentabilité du marché μ_m .

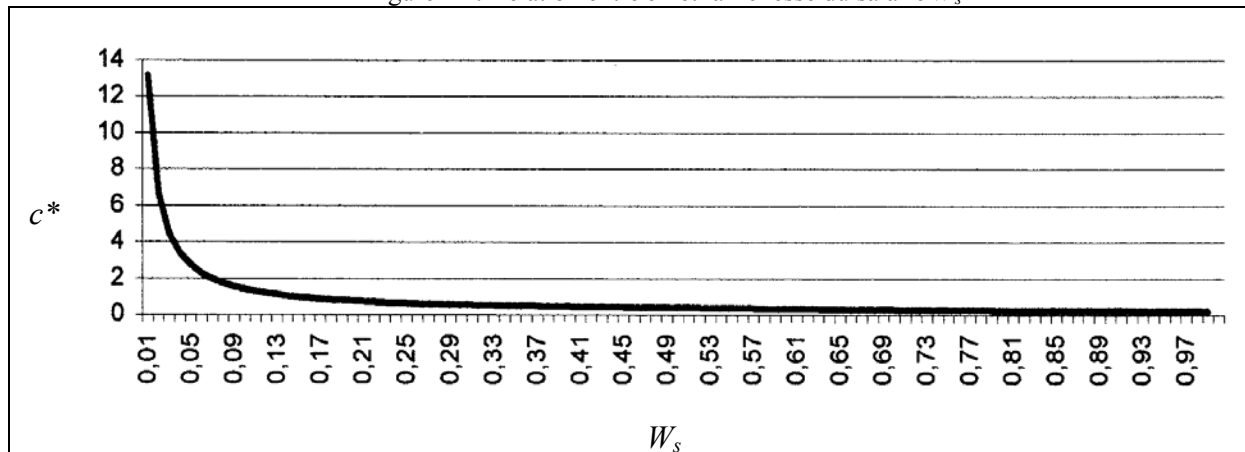
¹⁵¹Voir la représentation graphique de la page 138.

Figure 10 : Relation entre c^* et la rentabilité du marché μ_m 

$$\mu_e^L = 0,05; \mu_e^H = 0,3; \sigma_m = 1; W_d = 1; \rho_{em} = 0,2; W_s = 0,01; \alpha = 0,5; \beta_e = 1,5$$

On constate que c^* est croissante en μ_m . Lorsque la rentabilité du marché augmente avec des niveaux de risque constants pour l'action de l'entreprise et le portefeuille de marché, la détention d'actionnariat salarié devient moins attractive pour le salarié. Cette plus faible attractivité de l'actionnariat salarié doit être compensée par le dirigeant en augmentant le niveau de c^* .

La figure ci-dessous illustre la relation entre c^* et la richesse du salarié W_s .

Figure 11 : Relation entre c^* et la richesse du salarié W_s 

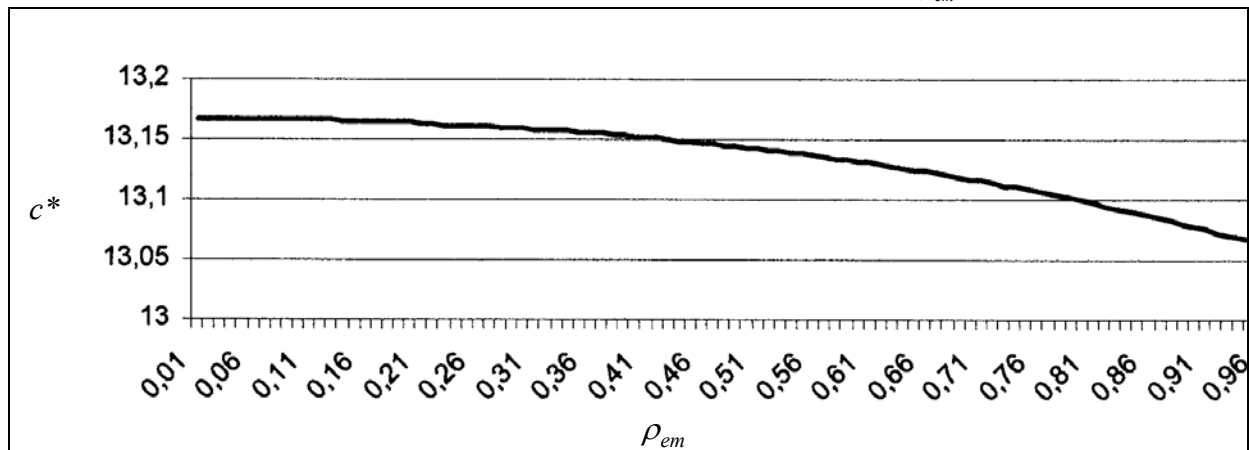
$$\mu_e^L = 0,05; \mu_e^H = 0,3; \sigma_m = 1; W_d = 1; \rho_{em} = 0,2; \mu_m = 0,5; \alpha = 0,5; \beta_e = 1,5$$

Lorsque le niveau de la richesse du salarié augmente, le niveau de c^* diminue et tend vers 0. Nous avons en effet considéré que c était une proportion de la richesse du salarié. Ce résultat est lié aux caractéristiques de la fonction d'utilité retenue. La fonction exponentielle négative est caractérisée par une aversion absolue envers le risque constante (CARA). Lorsque la richesse augmente, la somme investie en actifs risqués demeure constante. Avec

l'augmentation de la richesse, les actifs les plus risqués – ici l'action de l'entreprise – représentent une proportion de plus en plus faible.

La figure ci-dessous illustre la relation entre c^* et le coefficient de corrélation entre l'action de l'entreprise et le portefeuille de marché ρ_{em} .

Figure 12 : Relation entre c^* et le coefficient de corrélation entre l'action de l'entreprise et le portefeuille de marché ρ_{em}



$$\mu_e^L = 0,05; \mu_e^H = 0,3; \sigma_m = 1; W_d = 1; W_s = 0,01; \mu_m = 0,5; \alpha = 0,5; \beta_e = 1,5$$

Le coefficient de corrélation mesure le degré de dépendance entre la rentabilité de l'action de l'entreprise et celle du portefeuille de marché. Avec $\beta_e = \frac{\sigma_m}{\sigma_e} \rho_{em}$ et σ_m et β_e constants, toute augmentation de ρ_{em} se traduit par une augmentation de σ_e . Le risque de l'entreprise étant plus élevé, l'utilité retirée de sa détention diminue pour des espérances de rentabilité constantes et le niveau de c^* diminue.

Conclusion du chapitre

Le principal objectif de ce chapitre était de mettre en évidence l'existence d'un niveau optimal d'actionnariat salarié. L'originalité du modèle réside dans la prise en compte de l'interaction stratégique entre dirigeant et salarié, du caractère incitatif de l'actionnariat salarié et de l'attitude du salarié envers le risque. La littérature avait jusqu'alors mis l'accent sur le caractère risqué de l'actionnariat salarié en mesurant son coût en terme de sous-diversification sans intégrer l'ensemble de ces éléments¹⁵². Ce modèle montre l'existence d'un équilibre de

¹⁵²Poterba (2003), Ramaswamy (2003) et Meulbroek (2005).

Nash parfait en sous-jeu où dirigeant et salarié adoptent un contrat d'actionnariat salarié satisfaisant leurs préférences. Verser une contribution au salarié sous forme d'actionnariat salarié permet d'inciter le salarié à produire un effort élevé jusqu'à un certain seuil à partir duquel l'actionnariat salarié dégrade la richesse du dirigeant. Concernant le salarié, il adhère au contrat d'actionnariat salarié et produit un effort élevé lorsque le niveau d'actionnariat salarié versé par le dirigeant lui apporte un différentiel d'utilité de sa richesse qui compense le différentiel de désutilité d'effort. Après avoir montré l'existence d'un niveau d'actionnariat salarié, nous en avons donné une expression en spécifiant une fonction d'utilité exponentielle négative. Cette expression nous a permis de réaliser plusieurs simulations afin de mettre en évidence les relations entre le niveau d'actionnariat salarié optimal et plusieurs variables du modèle.

Conclusion de la première partie

A l'issue de cette première partie, plusieurs conclusions peuvent être émises. Nous avons tout d'abord présenté la littérature liant actionnariat salarié et attitudes au travail des salariés. Ses résultats indiquent que, sous certaines conditions, l'actionnariat salarié a un effet positif sur les attitudes des salariés. Plusieurs arguments sont apportés par la littérature. L'actionnariat salarié aurait une influence du fait des gains financiers qui l'accompagnent, du fait de la participation aux décisions qu'il implique et du fait de la valorisation accordée par les salariés à leur statut d'actionnaire salarié.

Nous avons ensuite étudié la littérature concernant les effets de l'actionnariat salarié sur l'entreprise. Ces effets peuvent se concrétiser par des performances accrues et la modification du gouvernement de l'entreprise. L'influence de l'actionnariat salarié sur le système de gouvernance peut être plus ou moins désirable. Il peut en effet décourager les prises de contrôle en favorisant le maintien de l'équipe dirigeante. Cette stabilité peut bénéficier aux salariés désireux de préserver leur emploi potentiellement menacé par une fusion acquisition.

Ces deux premiers chapitres adoptent une perspective comparable. Il s'agissait en l'occurrence d'étudier les effets de l'actionnariat salarié à deux niveaux : celui du salarié et celui de l'entreprise. De ces deux points de vue, il existe une relation entre l'actionnariat salarié et la performance considérée dans son sens le plus large. Notre problématique a pour but de mettre en évidence les déterminants des choix d'investissement des salariés pour les actions de leur entreprise. Or, à l'issue des deux premiers chapitres, nous avons envisagé une approche différente de celle des études considérées. En effet, nous ne cherchons pas à comprendre les conséquences de l'actionnariat salarié mais plutôt ses causes au niveau du salarié. Les recherches présentées mettent en évidence des relations et non des causalités. Cette limite que comportent ces recherches peut conduire à une confusion entre causes et conséquences de l'actionnariat salarié. Puisque la causalité n'est pas avérée, on ne saurait dire si l'actionnariat salarié est le fait des entreprises les plus performantes ou s'il est la source de cette performance. Au niveau du salarié, une interrogation équivalente est posée. Le salarié détenant des actions de son entreprise est-il plus motivé, impliqué, satisfait que ses pairs non actionnaires ou sont-ce ces attitudes positives qui l'ont justement conduit à devenir salarié actionnaire ? Ces interrogations n'ont reçu que des réponses partielles à notre connaissance mais peuvent-elles avoir une réponse claire ? Elles suggèrent plutôt la présence d'un cercle vertueux n'ayant ni commencement ni fin. En effet, aucune des affirmations contenues dans

les interrogations posées ci-dessus ne semblent hors de propos. Elles sont tout à fait envisageables. Choix de l'entreprise de développer l'actionnariat salarié, choix du salarié d'investir en actions de l'entreprise, amélioration des attitudes au travail et amélioration des performances de l'entreprise est un enchaînement pouvant se reproduire. Se reproduisant, il place la performance de l'entreprise et les attitudes au travail comme des événements préalables au choix du salarié d'investir en actions de son entreprise.

Dans le troisième chapitre de la revue de littérature, nous avons pris le parti de rapprocher les systèmes américains et français. Ce rapprochement ne s'est pas fait entre le PEE et le plan *ESOP* mais entre le plan d'épargne salariale français et le *401(k)*. Malgré leurs vocations différentes, ils ont en commun d'offrir différents choix aux salariés. C'est précisément dans le contexte de ces plans que la recherche académique américaine a été amenée à s'interroger sur les motivations des choix opérés. Le questionnement reposait sur une constatation : les choix d'investissement ne sont pas optimaux du point de vue d'un financier averti. Les réponses apportées traitent notamment – mais non seulement – de la problématique des investissements en actions de l'entreprise. Nous avons constaté que ce choix comportait un coût pouvant être non négligeable. L'intérêt de la littérature présentée dans le troisième chapitre repose enfin sur le débat théorique entre finance comportementale et théorie du portefeuille que suscitent les comportements des investisseurs salariés.

Le quatrième chapitre nous a permis de présenter un modèle précisant les conditions dans lesquelles le choix d'investissement du salarié actionnaire pouvait être considéré comme optimal au regard des critères de décision d'investissement retenus par la théorie du portefeuille. Nous avons pour cela retenu les paramètres de rentabilité et de risque dans le cadre spécifique d'une situation d'asymétrie d'information. Ce modèle nous conduit à démontrer l'existence d'un contrat définissant le montant optimal de la contribution versée au salarié en actions de l'entreprise. Cette contribution a la caractéristique de susciter l'effort du salarié tout en respectant sa préférence pour le risque.

La partie suivante est consacrée aux études empiriques. La première étude empirique qualitative a une vocation exploratoire. La seconde adopte une démarche quantitative afin d'étudier plusieurs dimensions du choix d'investissement des salariés pour les actions de leur entreprise.

Seconde Partie :

Etudes empiriques

Seconde Partie : Etudes empiriques

Après avoir présenté les aspects théoriques de notre problématique de recherche dans la première partie, nous abordons dans cette seconde partie les études empiriques. Dans la première partie, nous avons mentionné que la plupart des recherches portant sur les déterminants des choix d'investissement des salariés en actions de leur entreprise avaient été réalisées dans un contexte étranger à celui de la France. Or, l'exposé du cadre juridique de l'épargne salariale française du chapitre introductif nous avait permis de constater son influence potentielle sur les choix des salariés. Il existe en effet en France un lien étroit entre l'actionnariat salarié proposé le plus souvent dans le cadre du PEE et les accords d'intéressement et de participation. De plus, les plans de retraite américains et le PEE n'ont pas la même vocation. Le premier permet le financement des pensions de retraite des salariés. A ce titre, les fonds qui y sont investis sont bloqués à très long terme. En revanche, le PEE comporte une durée légale de blocage plus réduite de cinq ans. Les *401(k)* ne peuvent pas offrir aux salariés de décote sur le cours de l'action dans le cadre d'une ACRS. La raison de cette impossibilité est simple. Contrairement aux PEE, les *401(k)* ne peuvent pas proposer des ACRS. Nous avons auparavant indiqué ces différences qui constituent autant de restrictions à la comparaison entre *401(k)* et PEE. Il n'en demeure pas moins que ces deux supports d'épargne sont basés sur le même principe : le libre choix du salarié parmi différents supports d'épargne.

Dans cette seconde partie, nous présentons tout d'abord les résultats d'une étude qualitative (chapitre cinquième). La logique exploratoire de cette première étude empirique a été motivée par le faible nombre de recherches sur le thème des déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise en France¹⁵³. Sa principale motivation est d'apporter des réponses à notre problématique dans le cadre encore inexploré de l'épargne salariale française. Nous formulons ensuite les hypothèses de recherche issues de la revue de littérature et de l'étude qualitative (chapitre sixième). Après avoir détaillé la méthodologie des études quantitatives dans ce même chapitre sixième, nous en présentons les résultats (chapitre septième). Les études quantitatives portent sur trois dimensions de la décision d'investissement en actions de l'entreprise. La première concerne la décision de participer à l'ACRS d'une entreprise française cotée. La deuxième dimension de la décision analysée porte sur le choix du montant à investir dans cette même ACRS. La troisième

¹⁵³Nous rappelons que la recherche de Degeorge, *et al.* (2004) dans le cadre de l'entrée en bourse de France Télécom fait exception dans le contexte spécifique d'une privatisation.

concerne la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié. Nous discutons enfin les résultats obtenus (chapitre huitième).

Chapitre cinquième :
Etude exploratoire qualitative

Chapitre cinquième :

Etude exploratoire qualitative

Dans le présent chapitre, nous conduisons une étude exploratoire. Une approche en deux phases est adoptée.

Il s'agit tout d'abord d'interroger des professionnels de l'épargne salariale reconnus pour leur expertise dans ce domaine. Cette première population est composée en majorité de gérants d'épargne salariale évoluant au sein d'une société teneuse de comptes et conservatrice de parts en épargne salariale. A ces gérants d'épargne salariale s'ajoutent des responsables d'épargne salariale de sociétés françaises cotées. Cette phase exploratoire porte par ailleurs sur un échantillon de salariés français.

Après avoir présenté la méthode de recherche retenue, nous exposons les caractéristiques des échantillons sur lesquels s'appuie notre recherche qualitative. Nous développons ensuite les résultats obtenus auprès de chacune des deux populations étudiées. Cette phase exploratoire indique l'influence du cadre juridique français sur les choix d'investissement des salariés. Elle permet de mettre en lumière quatre groupes de déterminants de l'investissement des salariés en actions de leur entreprise :

- les augmentations de capital réservées aux salariés ;
- le cadre de l'épargne salariale ;
- les caractéristiques des entreprises ;
- les caractéristiques des salariés.

1. Méthodologie de l'approche qualitative

Dans cette section, nous définissons la stratégie de recherche adoptée pour chacune des populations étudiées. Nous décrivons la population de personnes interrogées ainsi que la méthode d'investigation privilégiée.

1.1. Population interrogée

Le protocole de recherche qualitatif se caractérise par « des échantillons de taille réduite qui n'ont aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme, mais qui répondent à des critères de pertinence de la structure de la population étudiée compte tenu du

problème spécifique de l'étude. Dans tous les cas, on construit l'échantillon autour de critères qui traduisent la diversité des cas possibles face au problème étudié » (Evrard *et al.*, 2000 ; p. 100). Nous avons retenu ce principe pour définir la population interrogée. Cette dernière se divise en deux groupes. Le premier groupe est principalement composé d'experts en gestion d'épargne salariale et de responsables d'épargne salariale de sociétés françaises cotées. Le second est constitué de salariés d'entreprises françaises proposant des formules d'actionnariat salarié.

1.1.1. Les entretiens d'experts

« On a recours à des entretiens d'experts lorsque les champs d'étude sont nouveaux et complexes, lorsque peu de choses sont publiées dans le domaine du fait de leur confidentialité, d'une absence de théorie(s) (...) » (Evrard, *et al.*, 2000 ; p. 91).

Dans le contexte de notre étude, le faible nombre de recherches consacrées à la compréhension des déterminants d'achat d'actions de leur entreprise par les salariés dans le contexte français justifie le recours à des entretiens d'experts. La recherche de Degeorge, *et al.* (2004) fait exception mais concerne le cas spécifique d'une privatisation. Nous avons précédemment étudié la littérature académique nord-américaine consacrée à cette problématique. Bien que la philosophie des plans *401(k)* puisse être comparable à celle adoptée par les PEE – nous retenons en particulier la liberté laissée aux salariés de choisir les supports d'investissement parmi un menu prédéterminé –, le contexte américain dans lequel les recherches ont été réalisées comporte des différences. Ces différences tiennent tout d'abord à la vocation des deux supports considérés. Le *401(k)* a pour objectif le financement des retraites dans le cadre d'un système par capitalisation. Le PEE a pour but de permettre aux salariés de constituer une épargne sans que celle-ci ait pour vocation de financer les pensions de retraite. La seconde différence réside dans l'impossibilité d'utiliser les plans *401(k)* pour effectuer des ACRS. De telles opérations concernent plutôt les *ESOPs* (*Employee Stock Ownership Plans*) qui – comme leur nom l'indique – concernent uniquement l'actionnariat salarié et n'offrent pas de possibilité de diversification ou de choix d'investissement¹⁵⁴.

Outre le faible nombre d'études réalisées en France portant sur la problématique de recherche proposée à l'étude, la méthode des entretiens d'experts s'est inspirée d'une constatation. Les salariés ne maîtrisent pas toujours les techniques financières quelquefois très complexes ainsi

¹⁵⁴La législation américaine autorise néanmoins les salariés actionnaires ayant atteint l'âge de 55 ans à diversifier leur portefeuille dans le cadre des *ESOPs* dans la perspective de leur départ en retraite.

que les stratégies qui les conduisent à investir dans des actions de leur entreprise. Cette constatation émerge des résultats de cette étude exploratoire du fait des différences entre les thèmes les plus fréquemment cités par les salariés et les experts.

Dans la section suivante, nous présentons la méthode de recherche employée. Elle permet de juger de la cohérence de la démarche suivie et des outils utilisés pour répondre aux questions soulevées par la recherche. « La méthode au sens le plus élevé et le plus général du terme est constituée de l'ensemble des opérations intellectuelles par lesquelles une discipline cherche à atteindre les vérités qu'elle poursuit, les démontre, les vérifie. » (Grawitz, 2001 ; p. 351). La méthodologie adoptée sera exposée dans les trois sections suivantes. Nous présentons tout d'abord la population étudiée puis la méthode d'entretien retenue. Nous abordons enfin les principaux éléments relatifs à l'analyse de contenu.

1.1.1.1.Le choix des experts

Dans le but de déterminer le nombre d'entretiens à effectuer ainsi que les personnes devant être interrogées, Romelaer (2000) propose d'explorer la variété *a priori* des réponses. Il s'agit d'entamer la démarche de recherche qualitative en observant quelles caractéristiques peuvent faire varier le contenu des réponses. Mais « la variété des cas ne peut jamais être totalement capturée et le choix des personnes interrogées ou le nombre d'entretiens est un compromis » (p. 59). Conscient de cette limite, nous avons recherché « la richesse de contenu, sa profondeur, sa diversité et sa qualité » suivant en cela les recommandations d'Evrard, *et al.* (2000). Dans le cadre de notre recherche, nous avons privilégié la variété des expériences des experts. En effet, chacun d'entre eux est en charge de la gestion de l'épargne salariale de deux à trois entreprises françaises cotées. Ils connaissent ainsi parfaitement les pratiques des entreprises dont ils ont la responsabilité.

1.1.1.2.L'expertise des répondants

Les personnes interrogées évoluent au sein du service « clientèle épargne entreprise grands comptes » d'un teneur de comptes et conservateur de parts (TCCP) en épargne salariale. Les teneurs de comptes en épargne salariale prennent en charge la gestion administrative de l'épargne salariale. Ces entreprises réalisent l'ensemble des opérations courantes de gestion de l'épargne salariale pour le compte de leurs clients qui leur sous-traitent cette activité. Ces opérations concernent les versements, les rachats, les modifications

des choix de placement, les transferts individuels de porteur¹⁵⁵. En revanche, les TCCP n'assurent en aucun cas la gestion financière des OPCVM d'épargne salariale conformément à la décision 2002-03 du Conseil des Marchés Financiers (CMF) relative à la tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.

Le service « clientèle épargne entreprise grands comptes » est divisé en quatre équipes composées de trois gérants. La population interrogée comprend donc douze personnes. Chacun de ces experts gère un portefeuille de clients « grands comptes ». La plupart de ces clients sont des entreprises françaises cotées. Les gérants interrogés sont l'interface entre les fonctions support des entreprises clientes et la société de tenue de comptes. A ce titre, ils supervisent l'organisation des opérations d'épargne salariale courantes ou exceptionnelles. Ces opérations concernent notamment la mise au point des Plans d'Epargne Entreprise (PEE), des systèmes de participation et d'intéressement, des Plans d'Epargne Retraite Collectifs (PERCO), des ACRS des entreprises clientes, des opérations de création, fusion ou suppression de Fonds Communs de Placement Entreprise (FCPE). Les opérations liées aux transactions courantes effectuées par les salariés (transferts, versements, retraits de fonds arrivés à échéance de blocage) sont prises en charge de façon automatisée. Les salariés des entreprises clientes ont en effet la possibilité d'accéder directement à leur épargne salariale et d'effectuer certaines opérations via Internet sous réserve qu'un identifiant et un mot de passe leur ait été attribué.

La recherche de variété ou de diversité préconisée par Romelaer (2000) et Evrard, *et al.* (2000) a été poursuivie au travers des secteurs économiques auxquels les entreprises appartiennent. Les douze experts interrogés gèrent les systèmes d'épargne salariale de 32 sociétés françaises cotées. Nous présentons la liste des secteurs d'appartenance des entreprises clientes dans le tableau suivant.

¹⁵⁵Titre IV de la décision 2002-03 du Conseil des Marchés Financiers relative à la tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.

Tableau 6 : Secteurs économiques d'appartenance des entreprises clientes du TCCP

Secteurs	Nombre d'entreprises
Aérospatiale	1
Assurance – Services complets	1
Audiovisuel et divertissements	1
Banques – Services complets	1
Banques – Gestion de patrimoine	1
Chimie Pharmacie Cosmétiques	1
Compagnies aériennes	1
Constructions lourdes	2
Défense	1
Distributeurs – Diversifiés	1
Distribution de gaz	1
Équipements de télécommunication	1
Habillement et accessoires	1
Internet	1
Logiciels	2
Outillage industriel	1
Participation et promotion immobilière	2
Pétrole et gaz	1
Pharmacie	1
Pièces détachées d'automobiles	1
Produits de soin personnel	1
Restaurants et bars	2
Services de transport	1
Services informatiques	3
Services multiples aux collectivités	1
Télécommunications filaires	1
TOTAL	32

La recherche de diversité s'est fondée principalement sur le secteur d'appartenance des entreprises clientes du teneur de comptes. Plusieurs des variables d'intérêt dégagées par la littérature laissent en effet supposer que les caractéristiques des entreprises constituent un élément de variance du phénomène étudié.

A cette population de gérants d'épargne salariale s'ajoutent deux responsables épargne salariale d'entreprises françaises cotées. Les deux responsables sont rattachés hiérarchiquement à la direction des ressources humaines de leur société. Le premier occupe ses responsabilités dans une entreprise française de l'industrie cosmétique, le seconde au sein d'une banque française cotée.

1.1.2. Les entretiens avec les salariés

Les salariés interrogés proviennent d'entreprises cotées ou non. Les formules d'actionnariat salarié qui leur sont proposées sont différentes. Il s'agit d'hommes et de

femmes ayant des âges différents et occupant des emplois variés. Leur ancienneté est elle aussi variable. La variété des caractéristiques des individus interrogés a été recherchée en référence aux variables étudiées par la revue de littérature. Ces caractéristiques de la population interrogée sont mentionnées dans le tableau suivant.

Tableau 7 : Données descriptives concernant les salariés interrogés

Secteurs	Nombre de personnes interrogées	Type d'emploi	Age	Ancienneté	Sexe	Cotation	Formules
Aérospatiale	1	Cadre	54	34	M	Oui	PEE
Banques	2	Employés	58 et 29	3 et 35	M et F	Oui	PEE
Détaillant et grossiste – alimentation	1	Employé	34	2	F	Non	PEE
Distillateurs et viticulteurs	1	Cadre	32	7	F	Oui	PEE
Electricité	1	Cadre	50	25	M	Oui	PEE et CTI
Semi-conducteurs	1	Cadre	37	7	M	Oui	CTI, SO
Services informatiques	1	Cadre	40	4	M	Oui	PEE
Services multiples aux collectivités	1	Cadre	32	6,5	M	Non	CTI
Sociétés intégrées de pétrole et gaz	1	Agent de maîtrise	30	5	M	Oui	PEE
Total / Moyenne	10	-	39	12	-	-	-

F : Féminin ; M : Masculin.

CTI : Compte titres individuels, compte titres simples ou Plan d'Epargne Actions (PEA).

PEE : Plan d'épargne Entreprise.

SO : Options d'achat d'actions.

1.2. La méthode d'entretien

Dans cette section, nous présentons le protocole de recherche privilégié. Nous avons opté pour un recueil de données qualitatives par entretiens semi-directifs centrés à l'aide de guides d'entretien. Avant d'exposer les critères de saturation observés, nous présentons de façon détaillée la méthode de recueil de données adoptée.

1.2.1. Entretiens individuels semi-directifs centrés

Nous avons choisi la méthode de l'entretien semi-directif centré. L'entretien semi-directif est adapté si des thèmes ont été pré-identifiés. Il permet d'enquêter sur les usages et les comportements et de déceler des éléments majeurs d'un processus de décision.

Il permet généralement d'obtenir une information plus précise et plus profonde que la réunion de groupe car il favorise la détection des freins et des motivations profondément

enracinés dans les individus (Giannelloni & Verrette, 2001). En évitant la pression exercée par le groupe, l'entretien individuel génère davantage d'idées que la réunion de groupe (Fern, 1982).

Les entretiens semi-directifs se déroulent à partir d'un guide d'entretien souple qui est défini au préalable. Les entretiens sont centrés autour des thèmes qu'il contient (Evrard, *et al.*, 2000).

1.2.2. Guides d'entretien

La présence d'un guide d'entretien constitue une différence essentielle entre les entretiens non directifs et semi-directifs. Le guide d'entretien permet de centrer le discours des personnes interrogées. L'intérêt d'un guide d'entretien est de donner une certaine validité aux réponses et de standardiser l'outil de recueil de données en assurant une plus grande fiabilité de l'entretien.

Le guide d'entretien liste les thèmes qui doivent être abordés au cours de l'entretien. Il s'agit d'un guide très sommaire. En effet, selon Evrard, *et al.* (2000), il ne devrait comprendre que cinq à six thèmes au total. Les thèmes évoqués au cours de l'entretien sont définis au préalable par le chercheur. En ce qui nous concerne, ces thèmes émergeaient de la revue de littérature.

D'un point de vue chronologique, les entretiens avec les experts ont été réalisés avant les entretiens avec les salariés. Cerner les motivations de ces derniers constituait en effet le principal objectif de notre recherche. En conséquence, l'analyse des entretiens réalisés auprès des experts a contribué à améliorer le guide d'entretien utilisé avec les salariés. Nous présentons ci-dessous les guides d'entretien. Le premier guide d'entretien comporte sept thèmes et a été validé par un expert¹⁵⁶.

¹⁵⁶Validation du guide par le Directeur Général d'un teneur de comptes et conservateur de parts en épargne salariale.

Figure 13 : Guide d'entretien avec les experts

Présentation brève du projet de recherche : Pourquoi les salariés choisissent d'investir dans les FCPE d'actionnariat salarié ?

- La décote sur le cours de l'action ou l'abondement.
- Le *design* des fonds et les heuristiques de diversification.
- La source des versements (primes d'intéressement ou de participation, versements volontaires).
- L'historique des rentabilités.
- La communication de l'entreprise et son engagement vis-à-vis de l'actionnariat salarié.
- Les caractéristiques de l'entreprise (risque, secteur, taille, menace d'OPA, pratiques d'épargne salariale).
- Les caractéristiques du salarié (âge, sexe, statut marital, ancienneté, hiérarchie, fonction, salaire, niveau d'études, nombre d'enfants, patrimoine, diplôme, appartenance syndicale).

Le second guide d'entretien comprend une dizaine de thèmes.

Figure 14 : Guide d'entretien avec les salariés

Présentation brève du projet de recherche : Pourquoi investissez vous dans des actions de votre entreprise ?

- La décote sur le cours de l'action et l'abondement.
- Les augmentations de capital ou les systèmes d'offre d'actions.
- Le *design* des fonds et les heuristiques de diversification (arbitrage au sein du PEE, nombre de fonds, catégories d'actifs).
- La source des versements (primes d'intéressement ou de participation, versements volontaires)
- L'historique des rentabilités.
- La communication de l'entreprise et son engagement vis-à-vis de l'actionnariat salarié.
- Les caractéristiques de l'entreprise (risque, secteur, taille, menace d'OPA, pratiques d'épargne salariale).
- Les caractéristiques du salarié (âge, sexe, statut marital, ancienneté, hiérarchie, fonction, salaire, niveau d'études, nombre d'enfants, patrimoine, diplôme, appartenance syndicale).
- Les aspects psychologiques (motivation, implication).

1.2.3. Recueil des données

La collecte de données qualitatives par entretiens semi-directifs nécessite que plusieurs principes soient suivis. Tout d'abord les thèmes du guide d'entretien doivent être

abordés par l'interviewer si l'interviewé ne les aborde pas spontanément. Ces thèmes ne sont pas forcément « abordés dans un ordre séquentiel préétabli mais selon leur degré de proximité avec les thèmes abordés par l'interviewé » (Evrard, *et al.*, 2000; p.99). Le chercheur doit tout d'abord intervenir pour faciliter le discours et l'approfondissement des thèmes. Il convient en outre de montrer que l'on écoute et que l'on comprend le discours de la personne interrogée par des attitudes et des interventions sans toutefois interrompre son propos. Pour se faire, nous avons utilisé des relances et reformulé le propos des individus interrogés. Un équilibre doit enfin sans cesse être recherché entre la nécessité d'aborder les thèmes du guide d'entretien et l'obligation de ne pas induire les réponses attendues.

L'ensemble des entretiens a fait l'objet d'un enregistrement sur magnétophone. Ces enregistrements ont donné lieu à une retranscription intégrale en vue d'un codage. La durée des entretiens a oscillé entre quarante-cinq minutes et une heure quinze minutes.

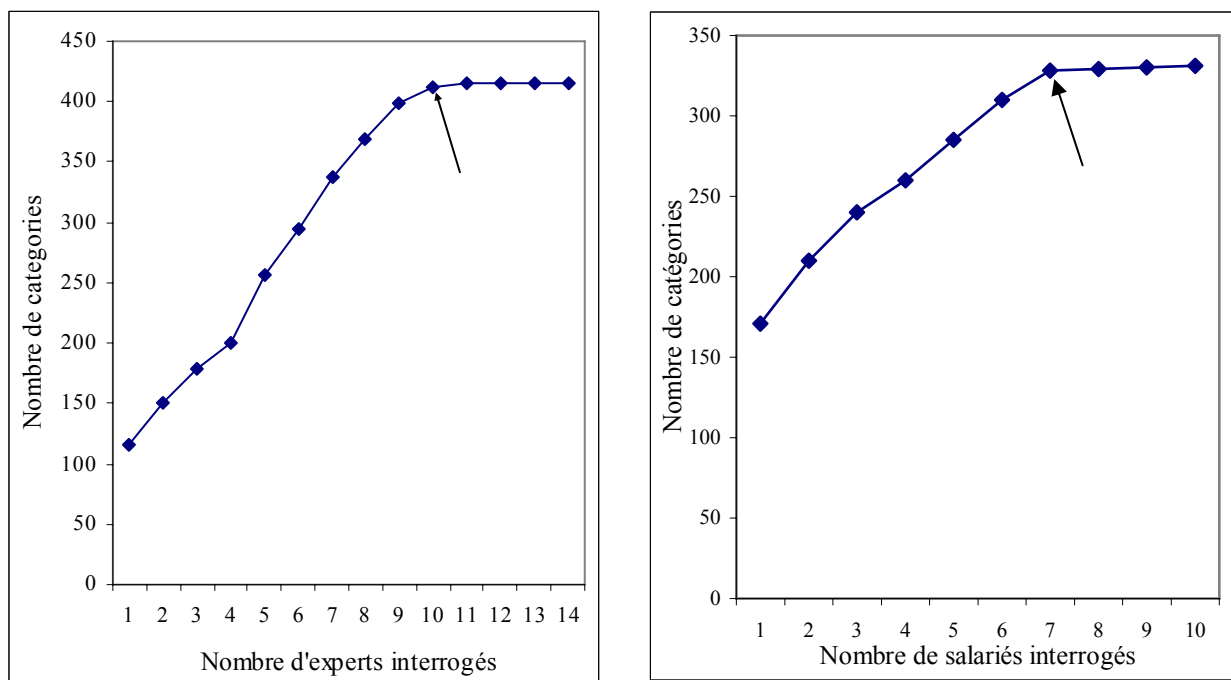
1.2.4. Critères de saturation

La détermination de critères de saturation permet de définir la taille de la population étudiée. Il s'agit de déterminer l'entretien à partir duquel aucune nouvelle information n'émerge de l'analyse.

Les données ont été recueillies dans la perspective d'être analysées à l'aide de la technique de l'analyse de contenu thématique. Elle consiste notamment à coder les données recueillies. Afin de définir la taille de la population étudiée, Lincoln & Guba (1985) suggèrent que la codification s'achève lorsque l'analyse parvient elle-même à saturation c'est-à-dire lorsque tous les faits nouveaux peuvent être immédiatement classifiés. Les catégories issues du codage sont saturées lorsqu'un nombre suffisant de régularités émerge.

En ce qui concerne les entretiens d'experts, nous avons remarqué qu'aucune information nouvelle n'émergeait à partir du dixième entretien. Le nombre marginal de thèmes nouveaux recueillis diminue fortement à partir de l'entretien avec le septième salarié de l'échantillon.

Figure 15 : Création marginale de sous-catégories et effets de saturation



Les points d'inflexion des courbes de la figure ci-dessus montrent que la création marginale de sous-catégories de codage se stabilise à partir du dixième entretien dans le cas des experts et à partir du septième pour les salariés.

1.3. L'analyse de contenu

L'analyse de contenu s'inscrit dans le cadre d'une phase exploratoire de recherche. Cette méthode d'analyse a été développée par Berelson (1971). Selon Bardin (1993), elle a pour but la description objective, systématique, et quantitative, du contenu manifeste des communications en vue de les interpréter. Nous décrivons ci-après la démarche adoptée ainsi que les techniques utilisées.

1.3.1. Description de l'analyse

Bardin (1993) définit cette démarche comme une analyse de contenu « pour voir et comprendre » par opposition à l'analyse de contenu « pour prouver » conduite dans un but de validation d'hypothèses. Nous avons privilégié la démarche de l'analyse de contenu thématique. L'analyse de contenu thématique se distingue de l'analyse de contenu syntaxique ou lexicale. La seconde est réalisée à partir de la construction du discours alors que la première se base sur des unités de sens ou de signification. L'analyse de contenu thématique

consiste à découper et à classer les discours recueillis selon ces unités de sens ou thèmes. Bardin (1993) recommande que ces unités de sens soient ensuite regroupées en catégories homogènes, exhaustives, exclusives, objectives et pertinentes. Cette analyse catégorielle consiste à condenser les données en regroupant les objets similaires sous une classe commune (Strauss & Corbin, 1998). Cette condensation passe le plus souvent par un codage des données qualitatives. Il s'agit de « découper le contenu du discours ou du texte en unités d'analyse, puis de les classer dans des catégories définies en fonction de l'objet de recherche » (Thiétart, *et al.*, 1999; p. 460). Le but de cette analyse est de dégager des questionnements nouveaux qui complèteraient ceux qui ont déjà été mis en perspective par la revue de littérature.

1.3.2. Les techniques d'analyse de données utilisées

Nous avons adopté deux techniques de codage des données qualitatives. La première a consisté à coder les données à l'aide de la grille de codage proposée par Ghiglione, *et al.* (1980) présentée ci-dessous. Cette technique a été utilisée lors du codage des entretiens d'experts.

Tableau 8 : Grille de codage des données qualitatives Ghiglione, *et al.* (1980)

Entretien n°X – Analyste Z	Thème principal	Spécification	Interprétation	Remarques
Retranscription de l'entretien	Catégorie du thème abordé à cette ligne de l'entretien			

En ce qui concerne les entretiens avec les salariés, nous avons utilisé un outil de traitement informatique des données qualitatives. On recense deux types de logiciels d'analyse de données qualitatives assistée par ordinateur (Point, *et al.*, 2002). Les premiers ont pour vocation l'analyse approfondie du contenu du corpus ou l'analyse syntaxique¹⁵⁷. Les seconds permettent de faciliter le travail de codage des données qualitatives¹⁵⁸. Compte tenu de l'objectif de cette phase exploratoire de la recherche – il s'agit de faire émerger des thèmes et des questionnements non encore explorés par la littérature – et de notre volonté de limiter toute variation de l'outil de recherche – les entretiens d'experts ont été codés manuellement et exploités à l'aide d'un tableur – nous avons privilégié l'utilisation du logiciel NVIVO. Ce

¹⁵⁷On peut notamment citer Alceste, Sphinx lexic, Spad T ou Tropes.

¹⁵⁸NVIVO s'inscrit dans cette logique.

dernier permet de développer et de redéfinir l'analyse des index sans limiter le nombre de catégories. Ces catégories peuvent en effet être définies au cours de l'analyse, *in vivo*.

En ce qui concerne la restitution des résultats de cette étape exploratoire, nous privilégions la description des données qualitatives par l'énonciation des fréquences d'apparition des thèmes. Selon Thiétart (1999), « les techniques d'analyse de contenu reposent sur le postulat que la répétition d'éléments de discours (mots, expressions ou significations similaires) révèlent les centres d'intérêt et les préoccupations des acteurs » (p. 459). Pellemans (1999) indique que la description quantitative constitue une des caractéristiques essentielles de l'analyse de contenu. A ce titre, les résultats de l'analyse font intervenir des fréquences. Pellemans (1999) ajoute : « Mais le petit nombre d'individus interrogés ne permet pas de quantification sous la forme d'un pourcentage d'individus ayant émis telle opinion. La seule base de quantification n'est pas constituée par le nombre de personnes interrogées mais plutôt par la masse totale d'informations émises par ces individus. »

Pour créer des codes, la méthode favorite de Huberman & Miles (2003) consiste à établir une liste de départ de codes avant le travail sur le terrain. Cette liste provient du cadre conceptuel, des questions de recherche, hypothèses, zones problématiques et variables clés que le chercheur introduit dans l'étude. Nous nous sommes inspirés de cette technique afin d'établir la liste initiale des codes. Ainsi, la revue de la littérature a constitué la base d'élaboration de cette liste de codes.

2. Résultats de l'étude exploratoire

Dans cette section, nous présentons les résultats des entretiens conduits auprès d'experts en épargne salariale d'une part et auprès de salariés d'autre part.

2.1. Entretiens avec les experts

Le codage a été effectué de façon à mettre en évidence des catégories principales et des sous-catégories. 26 catégories ont été mises en évidence, chacune d'entre elles est subdivisée en sous-catégories. 417 sous-catégories ont été dégagées de l'analyse de contenu thématique. Si l'on considère le nombre total de citations, 1602 passages ont été codés. Nous retenons ce chiffre comme nombre total de citations de référence pour le calcul des

fréquences. Le tableau ci-dessous présente les catégories mises en évidence par le codage des données qualitatives, le nombre et les fréquences de citations qui leur sont associés.

Tableau 9 : Catégories de codage, nombre et fréquences de citations des experts

Catégories	Nombre total de citations	% des citations totales
Augmentation de capital	176	10.99%
Communication	152	9.58%
Caractéristiques de l'entreprise	150	9.46%
Design de l'offre	135	8.51%
Caractéristiques des salariés	121	7.63%
Abondement	109	6.87%
Fonds à effet de levier	88	5.55%
Extrapolation excessive	71	4.48%
Attitudes AS et entreprise	69	4.35%
Origine des versements (augmentation de capital)	54	3.40%
Décote	49	3.09%
Communication (augmentation de capital)	49	3.09%
Origine des versements	48	3.03%
Gouvernance	46	2.90%
PEE	38	2.40%
Facilités de règlement	35	2.21%
Plus-value	32	2.02%
Risque	31	1.95%
Epargne salariale	30	1.89%
Arbitrage	29	1.83%
Attitudes et comportements	40	2.50%
Organisation de l'entreprise	20	1.26%
Contexte de l'entreprise	17	1.07%
TCCP	13	0.82%
TOTAL	1602	100.00%

Pour assurer une plus grande clarté de la présentation des résultats, nous avons choisi de regrouper ces catégories principales dégagées de l'analyse en quatre sections :

- Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS ;
- Le cadre de l'épargne salariale en France ;
- Les caractéristiques des entreprises ;
- Les caractéristiques des salariés.

La première section regroupe les catégories relatives aux ACRS. La deuxième section fait référence au cadre spécifique de l'épargne salariale en France. Les deux dernières sections intègrent les catégories se référant aux caractéristiques des entreprises et des salariés .

Au sein de chacune des quatre sections, chacune des sous-sections correspond donc à une catégorie principale dégagée par l'analyse de contenu thématique. Le détail des catégories est présenté dans chacune des sous-sections. La hiérarchisation adoptée tient compte de l'importance relative de chaque catégorie et sous-catégorie principales. Dans les développements suivants, nous n'analysons pas les catégories ayant fait l'objet d'un très faible nombre de citations (moins de 1% du nombre total des citations). Pour chaque catégorie dégagée par l'analyse de contenu thématique, nous mentionnons les fréquences de citations des principales sous-catégories¹⁵⁹. Les totaux indiqués tiennent compte de la totalité des sous-catégories.

2.1.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS

Il apparaît que les entreprises qui organisent des opérations d'ACRS sont en général plus impliquées dans l'actionnariat salarié. La volonté de ces entreprises à développer l'actionnariat salarié au cours de ces opérations est déterminante du comportement d'achat d'actions de leurs salariés. ACRS et communication vont de pair dans les discours recueillis. Nous constatons l'importance de la communication mise en œuvre par les entreprises. Son impact dans le cas de l'ouverture de capital de France Télécom avait déjà été soulignée par Degeorge, *et al.* (2004). La communication est un des moyens à la disposition d'une entreprise pour réussir une augmentation de capital réservée à ses salariés. Les supports de la communication mobilisés à ces occasions sont de toute nature. Les décotes sur le cours de l'action, les facilités de règlement ainsi que les fonds à effet de levier permettant aux salariés de multiplier leur capacité de souscription sous certaines conditions sont autant de dispositifs qui incitent largement les salariés à souscrire des actions de leur entreprise dans le cadre d'ACRS. Il convient de préciser que les offres à effet de levier répondent à un objectif précis : stimuler la souscription des salariés les moins rémunérés. Les souscriptions dans le cadre de ces offres portent sur de faibles montants. La possibilité donnée aux salariés d'investir des sommes déjà épargnées (issues notamment des primes d'intéressement et de participation) est un autre facteur de réussite. L'origine des versements n'est donc pas négligeable dans le cadre de ces opérations. Les entreprises souhaitant capter l'épargne de leurs salariés cherchent enfin à organiser les opérations réservées aux salariés à des dates de l'année où ces derniers disposent des fonds nécessaires à l'achat d'actions.

¹⁵⁹L'ensemble des catégories et des sous-catégories peut être consulté en annexe.

Le tableau suivant présente les principales catégories dégagées dans le cadre de cette première section.

Tableau 10 : Fréquences de citations pour la section « ACRS »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Augmentation de capital	176	39.02%	10.99%
Fonds a effet de levier	88	19.51%	5.49%
Origine des versements	54	11.97%	3.37%
Décote	49	10.86%	3.06%
Communication	49	10.86%	3.06%
Facilités de règlement	35	7.76%	2.18%
TOTAL	451	100.00%	28.15%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.1.1.1. Les caractéristiques générales des augmentations de capital

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 11 : Fréquences de citations pour la catégorie « ACRS »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Augmentation de capital	91	20.18%	5.68%
Date	30	6.65%	1.87%
Fréquence	14	3.10%	0.87%
Taux de participation	11	2.44%	0.69%
Complexe	4	0.89%	0.25%
Abondement	4	0.89%	0.25%
Total de la catégorie	176	39.02%	10.99%

- Analyse :

Les **augmentations de capital** réservées aux salariés sont pour une entreprise autant d'occasions de stimuler l'actionnariat salarié. En moyenne, une cinquantaine d'opérations sont organisées chaque année en France. Elles font l'objet d'une publication auprès de l'Autorité des Marchés Financiers. La réussite de ces opérations se mesure au **taux de participation** qu'elles suscitent. Cette participation des salariés peut être mesurée selon deux dimensions. L'objectif de l'entreprise peut être soit que le plus grand nombre de salariés participe, soit que les sommes investies soient les plus élevées possibles. Atteindre ces objectifs nécessite de mettre en œuvre une stratégie associant plusieurs caractéristiques. Une entreprise souhaitant maximiser le taux de participation à ACRS doit aussi choisir attentivement la **date** de celle-ci. Il convient en effet d'éviter les périodes donnant lieu à

d'importants décaissements pour les salariés telles que la rentrée des classes ou les fêtes de fin d'année. En revanche, il est préférable de choisir la date de l'opération de façon à capter les primes de participation et d'intéressement si l'entreprise a permis de les reverser dans l'opération. La sous-catégorie intitulée « **complexe** » indique que les modalités de souscription aux ACRS sont difficiles à assimiler pour des salariés qui ne sont pas familiers de la bourse. L'achat d'actions de leur entreprise constitue souvent leur seul contact direct avec le marché financier. La **fréquence** des ACRS peut être plus ou moins régulière. La récurrence de ces opérations va contribuer à inciter les salariés à investir dans des actions de leur entreprise.

2.1.1.2. Les fonds à effet de levier

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 12 : Fréquences de citations pour la catégorie « fonds à effet de levier »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Garantie	24	5.32%	1.50%
Fonds à effet de levier	15	3.33%	0.94%
Complexité	12	2.66%	0.75%
Coût	7	1.55%	0.44%
Caractéristiques des salariés	6	1.33%	0.37%
Total de la catégorie	88	19.51%	5.49%

- Analyse :

Ce montage financier repose sur un prêt bancaire consenti au salarié. Ce prêt correspond à N fois l'apport personnel du salarié. Pour chaque action souscrite à partir de l'apport du salarié, le FCPE souscrit donc N actions supplémentaires à prix décoté. En échange de la décote et des dividendes à venir, afférents à ces N actions, le porteur bénéficiera de N+1 fois la hausse moyenne de l'action. A l'échéance, le remboursement du prêt et des intérêts se fait sans aucune démarche supplémentaire de la part du salarié, par prélèvement sur le prix de rachat de la part du FCPE. La **complexité** du montage présente souvent un obstacle pour les salariés. Cette constatation est d'autant plus paradoxale que ces fonds ont été développés pour permettre aux **salariés** les moins rémunérés de participer aux opérations d'ACRS. Ils permettent en effet d'augmenter considérablement la capacité d'investissement de ces salariés en contrepartie de la cession d'une partie de leurs droits de propriété. Le paradoxe intéressant provient du fait que ce sont les salariés auxquels ces fonds sont le plus souvent destinés qui rencontrent plus de difficultés à assimiler ces mécanismes financiers ésotériques. Bien que

cela ne soit pas systématique, ces fonds peuvent comporter une **garantie** du capital investi. Une telle protection comporte un **coût** élevé aussi bien pour le salarié que pour l'entreprise.

2.1.1.3.L'origine des versements

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 13 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Origine des versements	39	8.65%	2.43%
Augmentation de capital	15	3.33%	0.94%
Total de la catégorie	54	11.97%	3.37%

- Analyse :

L'entreprise peut accorder aux salariés la possibilité de reverser dans les actions nouvelles des sommes déjà épargnées dans le PEE. Il s'agit le plus souvent des primes d'intéressement et de participation perçues au titre de l'exercice précédent. En investissant sa prime de participation, le salarié peut bénéficier de la décote alors que ces primes ne sont généralement pas abondables dans le PEE. De plus, il est moins douloureux pour les salariés de rediriger ces sommes qui ont déjà été épargnées plutôt que d'effectuer de nouveaux versements. En particulier, les primes de participation restent bloquées cinq ans quel que soit le choix privilégié par le salarié. A ce titre, **l'origine** des fonds investis est donc déterminante.

2.1.1.4.La décote sur le cours de l'action

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 14 : Fréquences de citations pour la catégorie « décote sur le cours de l'action »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Décote	27	5.99%	1.69%
20%	6	1.33%	0.37%
Total de la catégorie	49	10.86%	3.06%

- Analyse :

Le seuil légal maximal de la **décote** est de **20%**. Cependant, le prix de revient de l'action pour les salariés peut être encore diminué du fait de l'octroi d'autres gratifications telles que des

abondements ou des actions gratuites¹⁶⁰. On peut souligner une interaction intéressante avec la catégorie « origine des versements ». En effet, lors des ACRS, les primes de participation – qui ne sont pas abondables dans le PEE – peuvent faire l’objet de décotes. Il s’agit d’une incitation forte à l’investissement en actions de l’entreprise. D’une part, le salarié ne bénéficie d’aucune contribution de l’entreprise s’il décide de conserver sa prime de participation dans le PEE, d’autre part, il peut acheter des actions avec une décote.

2.1.1.5. La politique de communication de l’entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 15 : Fréquences de citations pour la catégorie « politique de communication de l’entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Communication	48	10.64%	3.00%
Total de la catégorie	49	10.86%	3.06%

- Analyse :

Les ACRS sont une des rares occasions offertes à la direction d’une entreprise cotée de communiquer directement avec ses salariés sur sa stratégie et ses projets. Une politique de **communication** peut être un succès si elle allie plusieurs supports didactiques tels que l’intranet, des simulateurs de cours, des films, des brochures, des affiches, des relais d’information, des cd-rom et des réunions d’information. Des consultants spécialisés sont le plus souvent chargés de mettre en œuvre les campagnes de communication.

2.1.1.6. Les facilités de règlement

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 16 : Fréquences de citations pour la catégorie « facilités de règlement »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Facilités de règlement	8	1.77%	0.50%
Augmentation de capital	8	1.77%	0.50%
Prélèvement	6	1.33%	0.37%
Banque	4	0.89%	0.25%
Crédit	4	0.89%	0.25%
Total de la catégorie	35	7.76%	2.18%

¹⁶⁰Nous rappelons que la détermination du prix de référence de l’action répond à des règles différentes selon que l’entreprise soit cotée ou non (cf. *infra* p. 31).

▪ Analyse :

Les **facilités de règlement** des actions offertes aux salariés contribuent au succès des ACRS. Le **prélèvement** automatique sur le compte courant du salarié est la solution la plus fréquente. Il peut s'accompagner de paiements en plusieurs fois sans frais. Des **crédits** à des taux préférentiels peuvent aussi être attribués avec le concours d'une **banque** partenaire.

2.1.2. Le cadre de l'épargne salariale en France

Il convient de rappeler que la plupart des opérations d'actionnariat salarié français sont réalisées dans le cadre du Plan d'Epargne Entreprise. Pour la majorité des sociétés cotées réalisant des opérations d'ACRS, il est le réceptacle privilégié des investissements des salariés. Il offre des avantages fiscaux non négligeables au sein des dispositifs d'épargne salariale. Le PEE propose plusieurs possibilités d'épargne. Comme dans le cadre des plans *401(k)*, les choix proposés et leur nombre peuvent influencer les salariés. On retrouve l'influence du *design* de l'offre. Nous avons regroupé sous cette catégorie les citations relatives au nombre de fonds proposés dans le PEE et à la classe d'actifs d'appartenance de ces fonds (monétaires, obligations, actions ou diversifiés). Une des principales incitations des salariés à investir dans des actions de leur entreprise provient des abondements versés par cette dernière. Cette incitation est particulièrement forte lorsque l'entreprise précise à ses salariés que seul le fonds d'actionnariat salarié fait l'objet de ces versements complémentaires de l'entreprise. L'entreprise peut par ailleurs préciser les conditions dans lesquelles les virements entre les différents fonds du PEE sont possibles. Elle peut notamment verrouiller les avoirs des salariés sur les fonds d'actionnariat salarié en empêchant ces derniers de les transférer vers les autres fonds proposés dans le cadre du PEE. Ces restrictions aux arbitrages entre les divers fonds sont particulièrement appliquées aux avoirs ayant fait l'objet d'une décote à l'occasion d'une ACRS.

Le tableau suivant présente les principales catégories dégagées dans le cadre de cette deuxième section.

Tableau 17 : Fréquences de citations pour la section « épargne salariale »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Communication	152	27.44%	9.49%
Design de l'offre	135	24.37%	8.43%
Abondement	109	19.68%	6.80%
Origine des versements	48	8.66%	3.00%
PEE	38	6.86%	2.37%
Autres composantes de l'épargne salariale	30	5.42%	1.87%
Arbitrage	29	5.23%	1.81%
TCCP	13	2.35%	0.81%
TOTAL	554	100.00%	34.58%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.1.2.1.La communication

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 18 : Fréquences de citations pour la catégorie « communication »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Moyens	51	9.21%	3.18%
Inter-salariés	7	1.26%	0.44%
Interne	6	1.08%	0.37%
AMF	5	0.90%	0.31%
Budget	5	0.90%	0.31%
Cabinet de conseil	4	0.72%	0.25%
Pas sur les FCPE diversifiés	4	0.72%	0.25%
TCCP	4	0.72%	0.25%
Total de la catégorie	152	27.44%	9.49%

- Analyse :

Nous retrouvons l'influence de la communication. Mais, en l'espèce, il s'agit d'une communication plus permanente. En effet, alors que les ACRS font l'objet d'importantes campagnes de communication ponctuelles, la communication relative à l'épargne salariale est plus régulière. Elle consiste notamment à informer les salariés des montants des primes d'intéressement et de participation qui leur sont attribuées et des différentes opportunités de placements qui leur sont offertes. La communication peut être **interne** à l'entreprise ou provenir du **TCCP**. Les **moyens** de communication sont divers mais ils prennent le plus souvent la forme d'un relevé de compte sur lequel sont mentionnés les soldes du salarié pour chaque support de placement. A ces relevés sont joints des formulaires sur lesquels le salarié

doit indiquer le support d'investissement où il souhaite bloquer sa participation¹⁶¹ et s'il souhaite investir sa prime d'intéressement¹⁶². Son compte est fréquemment consultable via Internet grâce à des identifiants sécurisés. Le site du teneur de comptes offre le plus souvent la possibilité aux salariés de consulter les notices des FCPE qui font l'objet d'une présentation spécifique définie par l'AMF. Ces moyens sont mis en œuvre grâce à un **budget** plus ou moins important alloué par l'entreprise. Il dépend de l'importance accordée par l'entreprise à ce système de rémunération. Là encore, l'entreprise peut faire appel à un **cabinet de conseil** spécialisé afin de définir sa politique de communication. Si l'entreprise souhaite orienter l'épargne des salariés vers ses actions, elle peut concentrer sa communication principalement sur les fonds d'actionnariat salarié en occultant les **FCPE diversifiés**. A cette communication maîtrisée s'ajoute la communication **inter-salariés**. Ces derniers se consultent en effet les uns les autres pour décider de leur choix d'investissement et s'échanger des renseignements.

2.1.2.2. Le design de l'offre

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 19 : Fréquences de citations pour la catégorie « design de l'offre »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Nombre de fonds	52	9.39%	3.25%
Choix de l'entreprise	16	2.89%	1.00%
FCPE Actionnariat salarié	12	2.17%	0.75%
Choix par défaut	11	1.99%	0.69%
FCPE Diversifié	11	1.99%	0.69%
Surcharge de choix	9	1.62%	0.56%
Actifs FCPE	7	1.26%	0.44%
Total de la catégorie	135	24.37%	8.43%

- Analyse :

Nous avons regroupé sous cette catégorie l'ensemble des citations relatives au paramétrage de l'offre d'investissements dans le PEE. Elles concernent principalement le **nombre de choix** proposés. La revue de littérature a montré que le nombre de choix possibles pouvait avoir une influence importante sur le choix des salariés selon qu'ils privilégient des heuristiques de diversification naïves ou qu'ils soient confrontés à une **surcharge de choix**¹⁶³. Dans les deux cas, le nombre de possibilités d'investissement proposées a un impact sur l'investissement en actions de l'entreprise. Le *design* de l'offre de fonds dans le PEE est le fruit du **choix de**

¹⁶¹Elle reste toujours bloquée cinq ans.

¹⁶²Le salarié peut soit la retirer pour ses besoins personnels, soit l'épargner.

l'entreprise. Cependant, la loi impose qu'au minimum deux choix soient proposés aux salariés. Pour les grandes entreprises cotées, proposer un **FCPE d'actionnariat salarié** est plus aisé compte tenu de la liquidité de ses actions. A ces fonds s'ajoutent le plus souvent des **FCPE diversifiés** ou multi entreprises¹⁶⁴. L'importance des catégories d'**actifs des FCPE** doit aussi être soulignée. En dehors des FCPE d'actionnariat d'entreprise, les gammes de FCPE proposées correspondent généralement aux OPCVM traditionnelles. On retrouve donc au sein des PEE des FCPE actions, obligataires et monétaires. La composition du menu des choix d'investissements revêt une importance particulière compte tenu des heuristiques de diversification. Le paramétrage du **choix par défaut** peut aussi contribuer à orienter les investissements des salariés en actions de l'entreprise. En effet, lorsque les salariés ne communiquent pas leur choix d'investissement concernant leur prime de participation, un choix d'investissement est réalisé par défaut. Dans la plupart des cas, le support d'investissement par défaut est un fonds monétaire. Mais les entreprises peuvent définir le fonds d'actionnariat salarié comme l'investissement par défaut.

2.1.2.3. Les abondements de l'entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 20 : Fréquences de citations pour la catégorie « abondements de l'entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Abondement	33	5.96%	2.06%
Fonds d'actionnariat salarié	11	1.99%	0.69%
Politique d'abondement	8	1.44%	0.50%
Intéressement	5	0.90%	0.31%
Abondement hors actionnariat salarié	4	0.72%	0.25%
Abondement actionnariat salarié 100%	4	0.72%	0.25%
Saturation de l'abondement	4	0.72%	0.25%
Tous les FCPE	4	0.72%	0.25%
Total de la catégorie	109	19.68%	6.80%

- Analyse :

L'**abondement** de l'entreprise est fréquemment cité comme une des causes de l'investissement en actions de l'entreprise. L'entreprise définit sa **politique d'abondement**. Cette dernière est communiquée au teneur de comptes qui paramètre les logiciels

¹⁶³Voir *infra* p. 119.

¹⁶⁴Nous rappelons qu'il s'agit de fonds investis pour moins d'un tiers de leurs actifs dans des titres de l'entreprise.

d'exploitation de façon à ce que les salariés bénéficient d'abondements différenciés selon leurs choix d'investissement. Seule la prime d'**intéressement** ou des versements volontaires du salarié peuvent faire l'objet d'abondements. La prime de participation est abondable uniquement lorsqu'elle est versée dans le PERCO. L'abondement incite particulièrement l'actionnariat salarié lorsqu'il est conditionné au choix de l'employé pour un **fonds d'actionnariat salarié**¹⁶⁵. Mais la politique d'abondement peut être plus nuancée et mentionner un niveau d'abondement pour chaque support d'investissement proposé. Ainsi l'abondement peut concerner **tous les FCPE** du dispositif de façon équivalente ou être plus important pour certains FCPE. A titre d'exemple, le FCPE d'actionnariat salarié peut être abondé à 100% alors que les autres FCPE ne le seront qu'à 50%. Ces pourcentages sont généralement dégressifs. Si ce n'était pas le cas, les abondements de l'entreprise pourraient tendre vers l'infini. Ces pourcentages sont donc assortis de seuils. Un versement dans un FCPE peut ainsi être abondé par l'entreprise à hauteur de 100% jusqu'au seuil de 500 euros, de 50% de 500 à 1 000 euros et ne pas être abondé au delà. Moduler cette politique d'abondement peut concourir à une politique de rémunération ciblée. Nous rappelons que le seuil maximal des versements dans le PEE fixé par la loi demeure le quart de la rémunération brute annuelle. Compte tenu de cette politique d'abondement, les salariés rationnels devraient rechercher la **saturation de l'abondement** en limitant leur investissement au montant abondé.

2.1.2.4.L'origine des versements

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 21 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Participation	18	3.25%	1.12%
Intéressement	14	2.53%	0.87%
Compte Epargne Temps	7	1.26%	0.44%
Versements volontaires	6	1.08%	0.37%
Total de la catégorie	48	8.66%	3.00%

- Analyse :

Cette catégorie avait déjà été mentionnée dans le cadre du titre consacré aux ACRS. Nous retrouvons les trois principales sources de versement dans le PEE. La **participation** est la

¹⁶⁵Nous retrouvons ici l'idée de *matching contribution in company stock* évoquée précédemment.

catégorie la plus fréquemment citée. Cette source de versement a la particularité d'être obligatoirement bloquée durant cinq ans. En l'absence de PEE, elle est dirigée vers un compte courant bloqué. La durée de blocage est donc équivalente à celle des fonds investis dans le PEE. Cette caractéristique limite sans aucun doute le coût de l'épargne ou de la renonciation à la consommation immédiate. Le coût de l'épargne dans le PEE est plus élevé pour les **versements volontaires** ou les **primes d'intéressement**. Ces dernières peuvent être directement retirées et consommées par les salariés. Mais ce retrait des primes d'intéressement n'est pas sans coût puisqu'elles sont dès lors considérées comme un revenu imposable devant être déclaré par le salarié. L'épargne dans le PEE exonère les salariés de ce surplus d'imposition lié au retrait de ces primes. Une dernière source de placement peut provenir du **Compte Epargne Temps (CET)**. Le Compte Epargne Temps permet aux salariés d'accumuler des droits afin de bénéficier d'un congé de longue durée rémunéré ou d'une rémunération immédiate ou différée en contrepartie des périodes de congés ou de repos non prises. Le compte épargne temps peut être utilisé pour alimenter un PEE.

2.1.2.5. Le Plan d'Epargne Entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 22 : Fréquences de citations pour la catégorie « Plan d'Epargne Entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Garantie du capital	9	1.62%	0.56%
PEE	7	1.26%	0.44%
Fiscalité	5	0.90%	0.31%
Origine	5	0.90%	0.31%
Total de la catégorie	38	6.86%	2.37%

- Analyse :

Nous avons indiqué précédemment que le **PEE** était le réceptacle privilégié de l'actionnariat salarié en France¹⁶⁶. Il est donc fréquemment cité lorsque référence est faite à l'actionnariat d'entreprise. Compte tenu de notre problématique de recherche, il est particulièrement intéressant de constater que des FCPE d'actionnariat salarié peuvent être assortis d'une **garantie du capital**. Une garantie est souvent associée aux fonds à effet de levier dans le cadre des ACRS mais elle n'est pas une caractéristique systématique de ces fonds. La **fiscalité** qui caractérise le PEE rend l'actionnariat salarié préférable en son sein toutes choses égales par ailleurs. Nous avons déjà mentionné l'origine des versements qui peuvent l'alimenter.

2.1.2.6. Les autres composantes de l'épargne salariale

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 23 : Fréquences de citations pour la catégorie « autres composantes de l'épargne salariale »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
PERCO	12	2.17%	0.75%
Compte Courant Bloqué	6	1.08%	0.37%
Total de la catégorie	30	5.42%	1.87%

- Analyse :

Le **PERCO** est un système d'épargne retraite au sein de l'entreprise relativement récent (issue de la loi portant réforme des retraites votée en 2003). Il a la spécificité de ne pas proposer des fonds d'actionnariat salarié. Le PERCO comporte des avantages fiscaux et des possibilités d'abondement supérieurs à ceux du PEE. Il autorise l'abondement de la participation que prohibe le PEE. En contrepartie de ces avantages, ses avoirs demeurent bloqués jusqu'à la retraite à l'exception de l'opposition par le salarié d'un cas de déblocage anticipé. Son fonctionnement très similaire à celui du PEE en fait une alternative aux FCPE d'actionnariat salarié proposés dans le PEE. De même, le **Compte Courant Bloqué** (CCB) représente une autre alternative plus ancienne au PEE. L'orientation de sa gestion est généralement sécuritaire et il n'offre qu'une seule possibilité de placement en son sein. Si l'on considère l'offre de choix supplémentaire qu'il permet, on peut supposer que leur influence sur les choix des salariés peut être comparable à celle du nombre de fonds proposés.

2.1.2.7. Les arbitrages au sein du Plan d'Epargne Entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 24 : Fréquences de citations pour la catégorie « arbitrages dans le PEE »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Augmentation de capital	14	2.53%	0.87%
Blocage en FCPE d'actionnariat salarié	10	1.81%	0.62%
Abondement	4	0.72%	0.25%
Total de la catégorie	29	5.23%	1.81%

- Analyse :

Nous avons regroupé dans cette catégorie les citations relatives aux transferts de fonds ou aux virements au sein du PEE. L'intérêt de cette catégorie provient de la possibilité de prohiber

¹⁶⁶Voir *infra* p. 24.

certaines transferts au sein du PEE. Si la loi stipule que les fonds doivent être bloqués durant cinq années, aucune de ses dispositions ne réglemente les transferts au sein du plan. La loi précise que, « lorsque le plan offre plusieurs formules de placement, son règlement précise les modalités selon lesquelles l'adhérent peut modifier l'affectation de son épargne. Le règlement du plan précise le cas échéant la ou les modifications pouvant intervenir à l'occasion du départ du salarié de l'entreprise (art. R. 443-2) ».

A l'occasion des **augmentations de capital** réservées aux salariés, la pratique professionnelle conduit à la création de nouveaux FCPE spécialement dédiés au recueil des investissements des salariés. Le transfert des sommes investies dans ces fonds vers d'autres FCPE peut être interdit. Cette pratique peut se justifier par les avantages qui sont accordés aux salariés à l'occasion de ces opérations. Autoriser les salariés à se retirer sans obligation de conservation leur permettrait de réaliser des gains importants sans aucun coût. Une logique équivalente peut être privilégiée dans le cas des fonds d'actionnariat salarié ne détenant pas de nouvelles actions lorsque l'octroi de l'abondement est subordonné à l'investissement du salarié dans ces fonds. Dans les deux cas, il en résulte un blocage des avoirs des salariés dans les **FCPE d'actionnariat salarié**.

2.1.3. Les caractéristiques des entreprises

Parmi les caractéristiques de l'entreprise les plus fréquemment citées, on retrouve la taille. Les données disponibles aussi bien en France qu'outre-atlantique pour les *401(k)* confirment que l'actionnariat salarié est principalement le fait des plus grandes entreprises cotées. Le coût d'accès aux dispositifs d'épargne salariale ainsi que les problèmes de liquidité sont certainement les principaux handicaps des petites et moyennes entreprises. La politique d'abondement mentionnée plus haut est à nouveau évoquée. Le risque de l'action de l'entreprise est aussi considéré comme une caractéristique de l'entreprise influençant les salariés. Mais ce risque est aussi générateur des plus-values qu'espèrent les salariés actionnaires. La répartition du capital de l'entreprise constitue aussi une caractéristique à prendre en compte. La prise en compte des enjeux de l'épargne salariale dans l'organisation d'une entreprise témoigne de son intérêt pour ces pratiques.

Le tableau suivant présente les principales catégories dégagées dans le cadre de cette troisième section.

Tableau 25 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques de l'entreprise »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Caractéristiques de l'entreprise	150	50.68%	9.36%
Gouvernance	46	15.54%	2.87%
Plus-value	32	10.81%	2.00%
Risque	31	10.47%	1.94%
Organisation de l'entreprise	20	6.76%	1.25%
Contexte de l'entreprise	17	5.74%	1.06%
TOTAL	296	100%	18.48%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.1.3.1. Les caractéristiques générales des entreprises

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 26 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques de l'entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Taille	17	5.74%	1.06%
Information	14	4.73%	0.87%
Politique actionnariat salarié	13	4.39%	0.81%
Association d'actionnaires salariés	11	3.72%	0.69%
Caractéristiques de l'entreprise	9	3.04%	0.56%
Rôle des syndicats	8	2.70%	0.50%
Politique d'abondement	8	2.70%	0.50%
Caractéristiques nationales	6	2.03%	0.37%
Histoire	6	2.03%	0.37%
Ratios de gestion	6	2.03%	0.37%
Secteur	5	1.69%	0.31%
Total de la catégorie	150	50.68%	9.36%

- Analyse :

L'actionnariat salarié français est essentiellement le fait des grandes entreprises françaises cotées. La **taille** de l'entreprise est donc déterminante de sa politique en faveur de l'actionnariat salarié. L'**information** diffusée par l'entreprise se distingue de la communication par son caractère permanent. Elle est une composante de la **politique de l'entreprise** visant à favoriser l'actionnariat salarié. Les **associations d'actionnaires salariés** interviennent aussi dans la mise en œuvre de cette politique en diffusant des informations relatives aux opérations d'actionnariat salarié. Selon les entreprises, elles oeuvrent de concert avec les directions des entreprises. Elles assurent la représentation des salariés actionnaires dans les conseils de surveillance des FCPE. Rôle de représentation qu'elles partagent parfois avec les syndicats. Les attributions de ces deux types d'organisation – syndicats et

associations d'actionnaires salariés – ne sont pas clairement définies. En effet, la plupart des organisations syndicales disposant de la représentativité irréfragable s'opposent à l'actionnariat salarié¹⁶⁷. Cette opposition s'affirme notamment dans le cadre des opérations d'ouverture du capital d'entreprises publiques. La **politique d'abondement** est extrêmement incitative. Comme nous l'avons constaté, cette dernière peut contribuer à orienter les investissements des salariés. Les plus grandes entreprises cotées en France opèrent souvent dans de nombreux pays. Leur approche vis-à-vis de l'actionnariat salarié peut différer en fonction de leurs **caractéristiques nationales**. A titre d'exemple, les sociétés anglo-saxonnes adoptent le plus souvent une démarche très favorable à l'actionnariat salarié. L'**histoire** de l'entreprise est citée comme une des caractéristiques déterminantes. Elle fait référence aux événements traversés par l'entreprise qui ont impliqué les actionnaires salariés. En l'occurrence, les entreprises ayant traversé de mauvaises conjonctures ne peuvent plus se permettre de promouvoir l'actionnariat salarié alors que leurs salariés ont réalisé des moins-values en capital en sélectionnant cet investissement. Les **ratios de gestion** tels que la rentabilité financière sont une des caractéristiques de l'entreprise citées. L'indication du **secteur** d'activité de l'entreprise révèle enfin plusieurs informations concernant la démographie salariale d'une entreprise, la conjoncture qu'elle traverse ainsi que les standards requis en terme de risque et de rentabilité.

2.1.3.2. La gouvernance

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 27 : Fréquences de citations pour la catégorie « gouvernance »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Pourcentage du capital	4	1.35%	0.25%
Conservation du capital	4	1.35%	0.25%
Stabilité du capital	4	1.35%	0.25%
Anti-OPA	4	1.35%	0.25%
Total de la catégorie	46	15.54%	2.87%

- Analyse :

Pourcentage du capital détenu par les salariés et protection **anti-OPA** sont liés dans cette catégorie intitulée « gouvernance ». Bien que, dans certains cas, il contredise la logique du

¹⁶⁷Cette position est exprimée de façon commune par le comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES) dans son cahier des charges pour l'attribution du label CIES aux organismes teneurs de comptes.

marché, l'argument de la défense contre une OPA peut être avancé par l'entreprise auprès de ses salariés comme un gage de **stabilité**. Cette stabilité peut être opposée au caractère risqué de l'actionnariat salarié. L'actionnariat salarié permet de favoriser la **conservation du capital** dans des mains amicales. Selon les gérants, les salariés ne portent un intérêt à leurs droits de vote que si le pourcentage de capital que leurs voix représentent est suffisamment important. L'exercice de ce droit de vote revêt une importance cruciale lorsque l'entreprise fait l'objet d'OPA hostiles. Les situations où la voix des salariés a déterminé le sort de l'entreprise sont d'ailleurs données en exemple.

2.1.3.3. Les perspectives de plus-value

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 28 : Fréquences de citations pour la catégorie « perspectives de plus-value »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Plus-value	6	2.03%	0.37%
Espoir	5	1.69%	0.31%
Total de la catégorie	32	10.81%	2.00%

- Analyse :

Les perspectives de **plus-value** sur la valeur de l'action d'une entreprise constituent, d'après les gérants, une des motivations des salariés qui investissent dans des actions de leur entreprise. L'**espoir** que les salariés forment à l'égard de ces gains potentiels les conduirait à choisir l'actionnariat salarié. La motivation des salariés pourrait donc être influencée par leurs anticipations. On peut s'interroger sur la nature de ces anticipations. En effet, elles peuvent être le fruit d'une connaissance ou d'une information privilégiée concernant l'évolution du cours de l'action. Nous avons constaté que, dans le contexte américain, cette hypothèse n'est pas vérifiée¹⁶⁸.

¹⁶⁸Voir *infra* p. 117.

2.1.3.4. Le risque de l'entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 29 : Fréquences de citations pour la catégorie « risque de l'entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Risque	16	5.41%	1.00%
Risque de l'actionnariat salarié	4	1.35%	0.25%
Volatilité	4	1.35%	0.25%
Total de la catégorie	31	10.47%	1.94%

- Analyse :

La question du **risque** est incontournable dans le cadre d'un investissement en actions de l'entreprise. Il est essentiellement lié à la **volatilité** du cours de l'action. Nous avons constaté que la non prise en compte du risque pouvait conduire à supporter des coûts non négligeables¹⁶⁹. Le **risque de l'actionnariat salarié** a la particularité d'exposer le salarié à des aléas de nature différente mettant en jeu son épargne et son capital humain.

2.1.3.5. Prise en compte de l'actionnariat salarié dans l'organisation de l'entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 30 : Fréquences de citations pour la catégorie « organisation de l'entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Représentant épargne salariale ou actionnariat salarié	11	3.72%	0.69%
Direction financière	4	1.35%	0.25%
Total de la catégorie	20	6.76%	1.25%

- Analyse :

D'après les gérants d'épargne salariale, la présence d'un interlocuteur dédié à la gestion de l'épargne salariale ou à l'actionnariat salarié au sein des directions de leurs clients révèle l'intérêt qu'ils y portent. Les **responsables épargne salariale ou actionnariat salarié** sont en charge de gérer les relations avec les salariés. Ils sont les interlocuteurs privilégiés des teneurs de comptes et assurent aussi des missions de communication. Plus généralement, ils coordonnent l'ensemble des opérations d'épargne salariale de leur entreprise. Ils dépendent le plus souvent des directions des ressources humaines. En revanche, leur rattachement à la **direction financière** de l'entreprise semble témoigner d'un fort intérêt stratégique de

¹⁶⁹Voir *infra* p. 102.

l'actionnariat salarié. En somme, l'organisation adoptée par l'entreprise en terme de gestion de l'actionnariat salarié indiquerait l'importance stratégique qu'il revêt pour une entreprise.

2.1.3.6. Le contexte de l'entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 31 : Fréquences de citations pour la catégorie « contexte de l'entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Privatisation	9	3.04%	0.56%
Entrée en bourse	8	2.70%	0.50%
Total de la catégorie	17	5.74%	1.06%

- Analyse :

Deux occasions spécifiques sont propices à la mise en œuvre ou au développement de l'actionnariat d'entreprise. D'un point de vue historique, les vagues de **privatisation** françaises ont été des occasions privilégiées de favoriser l'actionnariat salarié. A la suite de l'ouverture de leur capital, l'Etat a très souvent poursuivi cette politique en proposant aux salariés d'acheter des actions de leur entreprise de façon récurrente. En outre, ces opérations donnent lieu à d'importantes campagnes de publicité auprès du grand public qui touchent aussi les salariés de ces entreprises. Un second événement permettant de développer l'actionnariat salarié est une **introduction en bourse** au cours de laquelle une entreprise peut réserver une partie de son capital à ses salariés.

2.1.4. Les caractéristiques des salariés

Les caractéristiques des salariés ont une influence sur leur choix d'investir en actions de leur entreprise. Dans une perspective de compréhension des choix des actionnaires salariés en tant qu'investisseur individuel, le salarié et ses caractéristiques peuvent être considérés comme l'unité d'analyse essentielle. C'est principalement la démarche que nous adoptons par la suite. On trouve ainsi des variables objectives – telles que le patrimoine ou le salaire – ou psychologiques – telles que la confiance. Les connaissances financières, le métier, le rang hiérarchique et les besoins des salariés apparaissent comme des variables déterminantes du choix d'investissement des salariés. Leur attitude envers le risque joue aussi un rôle dans leur choix.

Le tableau suivant présente les principales catégories dégagées dans le cadre de cette quatrième section.

Tableau 32 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques des salariés »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Caractéristiques des salariés	121	40.20%	7.55%
Extrapolation excessive	71	23.59%	4.43%
Attitudes AS et entreprise	69	22.92%	4.31%
Attitudes et comportements	40	13.29%	2.50%
TOTAL	301	100.00%	18.79%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.1.4.1. Les caractéristiques générales des salariés

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 33 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques des salariés »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Caractéristiques des salariés	18	5.98%	1.12%
Connaissance financière	14	4.65%	0.87%
Patrimoine	13	4.32%	0.81%
Salaire	13	4.32%	0.81%
Caractéristiques nationales	7	2.33%	0.44%
Cadre	7	2.33%	0.44%
Métier	7	2.33%	0.44%
Besoin	4	1.33%	0.25%
Hierarchie	4	1.33%	0.25%
Cadre juridique de détention	4	1.33%	0.25%
Total de la catégorie	121	40.20%	7.55%

- Analyse :

Parmi les caractéristiques des salariés citées par les experts interrogés, la **connaissance financière** est la sous-catégorie la plus fréquemment citée. Elle peut provenir de l'intérêt personnel du salarié ou d'une expérience antérieure de transaction portant sur des actifs financiers. Les caractéristiques relatives au **salaire** et au **patrimoine** du salarié sont plus fréquemment mentionnées dans le cadre des recherches académiques en gestion de portefeuille. En ce qui concerne le patrimoine, on peut tenir compte de son niveau mais aussi de sa composition. Un salarié détenant déjà un patrimoine fortement concentré en actifs risqués aurait une propension plus faible à investir en actions. Dans le cadre des caractéristiques des entreprises, nous avons déjà mentionné les **caractéristiques nationales**.

La spécificité des grandes entreprises multinationales est aussi d'avoir des interlocuteurs salariés dans plusieurs pays. La culture nationale des salariés peut être considérée comme une variable déterminante du comportement d'achat d'actions de l'entreprise. De fait, les entreprises concernées doivent en tenir compte dans leur politique de communication. Le **métier** du salarié ainsi que son statut de **cadre** sont aussi énoncés comme ayant une influence sur son choix pour les actions de l'entreprise. La position **hiérarchique** des salariés est liée aux responsabilités des salariés en terme d'encadrement. Plusieurs hypothèses sont possibles concernant l'incidence de la position hiérarchique sur l'investissement en actions de l'entreprise. Les salariés occupant une position hiérarchique élevée sont les mieux informés de la stratégie et des perspectives de l'entreprise. En conséquence, ils pourraient être considérés comme des *insiders* détenant des informations privilégiées. Par ailleurs, ils doivent aussi véhiculer le message de l'entreprise vis-à-vis de leurs subordonnés. De ce second point de vue, c'est leur implication dans la stratégie conduite par l'entreprise qui influencerait leur comportement d'investissement. Enfin, les **besoins** des salariés vont conditionner leurs choix d'investissement. Le comportement de consommation est notamment variable selon les différents âges de la vie. Le **cadre juridique de détention** fait référence aux modes de détention privilégiés par les salariés. Ces derniers peuvent en effet choisir d'investir dans des actions de leur entreprise à titre personnel. Nous précisons par ailleurs que des FCPE peuvent être proposés aux salariés en dehors des PEE.

2.1.4.2.L'extrapolation excessive

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 34 : Fréquences de citations pour la catégorie « extrapolation excessive »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Historique	18	5.98%	1.12%
Achat tendanciel	8	2.66%	0.50%
Augmentation de capital	5	1.66%	0.31%
Mention	5	1.66%	0.31%
Hausse	4	1.33%	0.25%
Total de la catégorie	71	23.59%	4.43%

- Analyse :

La présentation des performances des FCPE fait souvent **mention** de la formule suivante : « les performances passées ne préjugent pas des performances à venir ». Cette mention fait implicitement référence au biais d'extrapolation excessive mis en lumière par Benartzi

(2001). Les investisseurs ont en effet tendance à être atteints par ce biais cognitif en considérant que **l'historique** de cours est un bon indicateur de la performance à venir. Ce faisant, ils suivent la tendance à la **hausse** à l'achat. La littérature nous a révélé que le phénomène inverse de vente à la baisse était plus nuancé. L'extrapolation excessive interviendrait notamment lors de la décision d'investir dans une **ACRS**.

2.1.4.3. Les attitudes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 35 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitudes AS et entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Confiance	13	4.32%	0.81%
Statut d'actionnaire salarié	9	2.99%	0.56%
Attrait pour les gains financiers	8	2.66%	0.50%
Anticipations	6	1.99%	0.37%
Pression du groupe	5	1.66%	0.31%
Appartenance	5	1.66%	0.31%
Implication	5	1.66%	0.31%
Croyance	4	1.33%	0.25%
Total de la catégorie	69	22.92%	4.31%

- Analyse :

Les recherches sur l'actionnariat salarié sont nombreuses mais s'intéressent essentiellement à l'effet de la détention d'actions sur les attitudes des salariés. Il en résulte que les recherches se focalisent principalement sur une séquence en supposant que la détention d'actions précède les variations des attitudes des salariés. La séquence inverse consistant à observer l'impact des mesures du comportement sur la détention d'actions demeure peu étudiée¹⁷⁰. Nous retrouvons ici des caractéristiques psychologiques propres aux salariés. La **confiance** dans l'entreprise et dans sa bonne marche les assurerait des évolutions favorables de la valeur de l'action de leur entreprise. Le modèle intrinsèque de l'actionnariat salarié postule que le seul **statut d'actionnaire salarié** peut avoir un effet incitatif sur le salarié. Pour autant, **l'attrait des gains financiers** caractérisant chaque salarié de façon différente demeure un déterminant cité de la décision d'investir. Les **anticipations des salariés** concernant les évolutions du cours de l'action de leur entreprise décideraient leur investissement. Le sentiment **d'appartenance** et **l'implication** sont considérés comme des variables dépendantes de l'actionnariat salarié par les recherches en ressources humaines. Dans le cas présent, elles seraient des déterminants de

l'investissement en actions de l'entreprise. Une certaine **pression de groupe** peut s'exercer sur les salariés en matière d'investissement en actionnariat salarié. Cette pression peut aussi bien pousser les salariés à investir qu'à ne pas investir. La résistance à cette pression aurait une influence sur le comportement d'investissement. Enfin, la **croissance** constitue un aspect moins factuel des déterminants de l'achat des salariés.

2.1.4.4. Les attitudes et le comportement des salariés

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 36 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitude vis-à-vis de la bourse »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Attitude envers le risque	16	5.32%	1.00%
Attitude envers la bourse	14	4.65%	0.87%
Chemin de moindre résistance	5	1.66%	0.31%
Effort	4	1.33%	0.25%
Total de la catégorie	40	13.29%	2.50%

- Analyse :

L'**attitude envers le risque** est une variable systématiquement retenue par la recherche en gestion de portefeuille. Elle conditionne la détention d'actifs risqués par un investisseur. Dans cette catégorie, l'**aversion au risque** est le terme le plus fréquemment cité. L'**attitude envers la bourse** est ensuite la sous-catégorie la plus souvent citée dans cette section. Selon les gérants, la bourse peut en effet générer un sentiment de méfiance vis-à-vis d'un système au fonctionnement perçu comme ésotérique. Pour de nombreux salariés, l'investissement en actions de l'entreprise constitue le premier contact avec la bourse. C'est d'ailleurs par ce biais que le gouvernement français a élargi l'actionnariat individuel lors des privatisations d'entreprises publiques. Les recherches conduites aux Etats-Unis ont mis en évidence l'idée de **chemin de moindre résistance** (*Path of least resistance*¹⁷⁰). Cette règle de comportement consiste essentiellement pour le salarié à ne pas faire de choix. Nous avons mentionné précédemment la possibilité pour l'entreprise de définir un choix par défaut. Si le salarié ne précise pas sur quel support d'investissement il souhaite investir sa prime de participation, celle-ci est automatiquement dirigée vers le choix d'investissement défini par défaut. Il s'agit le plus souvent d'un actif ne comportant pas de perte en capital mais certaines des entreprises

¹⁷⁰A l'exception notamment de Pendleton (2005) concernant la rétention d'actions issue de la conversion d'options d'achat.

¹⁷¹Choi, *et al.* (2002).

clientes des experts définissaient le fonds d'actionnariat salarié comme le choix par défaut. Enfin, on trouve à nouveau l'idée d'un renversement de causalité. L'actionnariat salarié n'induirait plus **l'effort** du salarié mais l'effort entraîne l'investissement en actions de l'entreprise.

La section suivante est consacrée à l'analyse de contenu thématique des entretiens réalisés auprès de salariés.

2.2. Entretiens avec les salariés

Le codage a été effectué de façon à mettre en évidence des catégories principales et des sous-catégories. 26 catégories ont été mises en évidence, chacune d'entre elles est subdivisée en sous-catégories. 304 sous-catégories ont été dégagées de l'analyse de contenu thématique. Si l'on considère le nombre total de citations, 1965 passages ont été codés. Nous retenons ce chiffre comme nombre total de citations de référence pour le calcul des fréquences. Le tableau ci-dessous présente les catégories mises en évidence par le codage des données qualitatives, le nombre et les fréquences de citations qui leur sont associés.

Tableau 37 : Catégories de codage, nombre et fréquences de citations des salariés

Catégories	Nombre total de citations	% des citations totales
Caractéristiques de l'entreprise	347	17.66%
Caractéristiques des salariés	274	13.94%
Attitudes AS et entreprise	188	9.57%
PEE	155	7.89%
Design de l'offre	151	7.68%
Augmentation de capital	110	5.60%
Stratégie de placements	87	4.43%
Communication	79	4.02%
Communication augmentation de capital	75	3.82%
Abondement	71	3.61%
Gouvernance	63	3.21%
Gains	54	2.75%
Origine des versements PEE	53	2.70%
Attitudes et comportements	43	2.19%
Épargne salariale	34	1.73%
Origine des versements augmentation de capital	27	1.37%
Décote	23	1.17%
Risque de l'entreprise	23	1.17%
Facilités de règlement augmentation de capital	20	1.02%
Extrapolation excessive	17	0.87%
TCCP	15	0.76%
Arbitrage	15	0.76%
Fonds à effet de levier	13	0.66%
Garantie	12	0.61%
Conjoncture économique	10	0.51%
Contexte de l'entreprise	6	0.31%
TOTAL	1965	100.00%

Pour assurer une plus grande clarté de la présentation des résultats, nous reprenons le découpage en quatre sections adopté dans le cas des entretiens avec les experts. Nous rappelons que ce découpage correspondait aux quatre titres suivants.

- Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS ;
- Le cadre de l'épargne salariale en France ;
- Les caractéristiques des entreprises ;
- Les caractéristiques des salariés.

En ce qui concerne la hiérarchisation au sein de ces sections, nous adoptons une démarche identique à celle qui avait été privilégiée dans le cas des entretiens d'experts. Nous rappelons qu'au sein de chacune des quatre sections, chacune des sous-sections correspond à une catégorie principale dégagée par l'analyse de contenu thématique. Le détail des catégories est présenté dans chacune des sous-sections. La hiérarchisation adoptée tient compte de l'importance relative de chaque catégorie et sous-catégorie principales. Dans les développements suivants, nous n'analysons pas les catégories ayant fait l'objet d'un très faible nombre de citations (moins de 1% du nombre total des citations). Pour chaque catégorie dégagée par l'analyse de contenu thématique, nous mentionnons les fréquences de citations des principales sous-catégories¹⁷². Les totaux indiqués tiennent compte de la totalité des sous-catégories.

Afin d'éviter toute redondance avec les résultats issus des entretiens d'experts, nous insistons essentiellement sur les points de différence entre les deux approches.

2.2.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS

Les salariés qui en ont fait l'expérience ont largement évoqué la possibilité d'acheter des actions de leur entreprise dans le cadre des ACRS. Du point de vue du recueil des données qualitatives, la durée des entretiens a le plus souvent été augmentée lorsque le salarié interrogé avait expérimenté ce type d'opération. On peut constater que ces opérations semblent introduire un élément de variance dans le phénomène étudié ; les salariés des entreprises organisant ces opérations étant plus sensibilisés à l'investissement en actions de leur entreprise.

¹⁷²L'ensemble des catégories et des sous-catégories peut être consulté en annexe.

Nous retrouvons la plupart des catégories mentionnées par les experts avec une pondération différente. Parmi elles, l'importance de la catégorie « fonds à effet de levier » est minimisée. Le terme lui-même, lorsqu'il a été évoqué, entraîne des interrogations et des questionnements des salariés. La complexité de ces systèmes a été soulignée lorsqu'ils étaient connus. L'importance accordée par les gérants à ces fonds tient sans doute aux difficultés qu'ils rencontrent lorsqu'ils les proposent à leurs clients. Nous avons souligné qu'ils mentionnaient eux-mêmes la complexité de ces offres.

Tableau 38 : Fréquences de citations pour la section « ACRS »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Augmentation de capital	110	41.04%	5.60%
Communication	75	27.99%	3.82%
Origine des versements	27	10.07%	1.37%
Décote	23	8.58%	1.17%
Facilités de règlement	20	7.46%	1.02%
Fonds à effet de levier	13	4.85%	0.66%
TOTAL	268	100.00%	13.64%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.2.1.1. Les caractéristiques générales des augmentations de capital

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 39 : Fréquences de citations pour la catégorie « ACRS »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Conditions	23	8.58%	1.17%
Augmentation de capital	20	7.46%	1.02%
Fréquence	14	5.22%	0.71%
Possibilités offertes	10	3.73%	0.51%
Valorisation	9	3.36%	0.46%
Jugement réussite	7	2.61%	0.36%
Modalités de paiement	6	2.24%	0.31%
Actions gratuites	5	1.87%	0.25%
Prix d'achat	4	1.49%	0.20%
Total de la catégorie	110	41.04%	5.60%

- Analyse :

Les salariés ont tout d'abord insisté sur les **conditions** proposées par leur entreprise. Parmi elles, l'absence de frais relatifs aux transactions effectuées ou à la conservation des titres constitue un intérêt non négligeable. Concernant les conditions de souscription, les salariés

font mention des restrictions qui leur sont imposées. L'ancienneté et les limites aux montants investis en font partie. La souscription d'actions de l'entreprise en dehors du PEE sur un compte titre individuel faisait partie des **possibilités offertes** aux salariés interrogés. Ainsi, le choix, s'il existait, pouvait porter sur la détention collective (via un FCPE) ou individuelle. Outre le mode de détention des actions proposé, le nombre de possibilités d'investissement en actionnariat salarié est important. Les supports d'investissements en actionnariat salarié peuvent notamment être plus ou moins sécurisés. Dans l'échantillon de salariés interrogés, le nombre de choix d'investissement proposé en actionnariat salarié peut varier de 1 à 6. Les méthodes de **valorisation** des actions peuvent également varier. Assez simples lorsque l'entreprise fait l'objet d'une cotation sur un marché réglementé, elles sont plus complexes si l'entreprise n'est pas cotée. La sous-catégorie intitulée **jugement réussite** correspond à l'appréciation portée par les salariés de l'entreprise sur le succès des opérations auxquelles ils ont pu assister. Les **modalités de paiement** font référence aux mécanismes de règlement des souscriptions des salariés. Ces systèmes ont essentiellement pour vocation de tenir compte des décalages de temps pouvant intervenir entre le moment où le salarié complète les formalités de souscription et celui où il détient effectivement les actions souscrites. A ce titre, si le montant souscrit par les salariés dépasse la part de capital proposée à la souscription, des règles de calcul spécifiques peuvent être appliquées afin de diminuer le montant total souscrit. Dans le cadre des opérations d'ACRS, les **actions gratuites** peuvent se substituer à la décote sur le cours de l'action. Les actions gratuites comme la décote ont pour conséquence de diminuer le **prix d'achat** de l'action et de rendre l'achat d'actions plus attractif et moins risqué.

2.2.1.2. La politique de communication de l'entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 40 : Fréquences de citations pour la catégorie « politique de communication de l'entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Jugement qualité	11	4.10%	0.56%
Communication	10	3.73%	0.51%
DRH	7	2.61%	0.36%
Entre les salariés	6	2.24%	0.31%
Intranet	6	2.24%	0.31%
Relais	5	1.87%	0.25%
Hiérarchie	4	1.49%	0.20%
Emails	4	1.49%	0.20%
Contexte	4	1.49%	0.20%
Total de la catégorie	75	27.99%	3.82%

▪ Analyse :

La catégorie **jugement qualité** regroupe les appréciations des salariés concernant la qualité des supports de communication utilisés par leur entreprise. La majorité de ces appréciations sont négatives. Elles mettent notamment l'accent sur le manque de communication et la complexité des informations transmises. Les salariés indiquent que la politique de communication est coordonnée et mise en œuvre par la **Direction des Ressources Humaines** de leur entreprise qui emprunte plusieurs canaux. D'une part, des moyens matériels sont mis en œuvre. Dans ce cas, l'**intranet** et l'envoi d'**emails** aux salariés sont les moyens les plus cités. D'autre part, des moyens humains sont mobilisés. De ce point de vue, la **communication entre les salariés** semble avoir une importance particulière. Ces derniers échangent en effet nombre d'informations de manière informelle. Mais l'appui sur les moyens humains peut aussi être plus encadré et passer par des salariés assurant des **relais** au sein des services ou des sites de l'entreprise. Ils sont en charge de diffuser les informations relatives à l'opération en cours. Aux dires des salariés, la communication de l'entreprise peut prendre un tour plus insidieux lorsqu'elle passe par la voie **hiérarchique**. La limite entre les rapports de subordination habituels et les pressions à l'achat d'actions paraît aisée à franchir. La distinction est d'autant plus difficile que l'achat d'actions est assimilé à l'adhésion à la stratégie de l'entreprise. Quoiqu'il en soit, l'utilisation de la communication est plus ou moins intense selon les contextes dans lesquels elle se déploie. L'ACRS peut en effet avoir lieu parallèlement à une introduction en bourse. Dans ce cas, les moyens déployés seront plus spectaculaires dans le cas de l'ouverture du capital d'une entreprise publique. Lorsque l'entreprise a déjà fait l'objet de plusieurs ACRS, on peut considérer qu'une grande partie des salariés est informée.

2.2.1.3.L'origine des versements

▪ Sous-catégories dégagées :

Tableau 41 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Versement volontaire	7	2.61%	0.36%
Participation	6	2.24%	0.31%
Intéressement	6	2.24%	0.31%
Dividendes	4	1.49%	0.20%
Total de la catégorie	27	10.07%	1.37%

▪ Analyse :

Cette catégorie permet de souligner l'importance de l'épargne salariale. Comme nous l'avons souligné précédemment, l'entreprise peut accorder la possibilité à ses salariés de reverser des sommes déjà épargnées dans le PEE telles que l'**intéressement** et la **participation**. Dans le tableau précédent, les **versements volontaires** ont pourtant une place importante parmi les sous-catégories citées. Il s'agit donc pour les salariés interrogés de puiser dans leur épargne personnelle pour investir dans le cadre de l'ACRS. Enfin, le réinvestissement des **dividendes** n'entre pas dans la sous-catégorie des versements volontaires car il peut être systématique selon les statuts des FCPE et, en conséquence, ne pas dépendre du bon vouloir des salariés.

2.2.1.4. La décote sur le cours de l'action

▪ Sous-catégories dégagées :

Tableau 42 : Fréquences de citations pour la catégorie « décote sur le cours de l'action »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Décote	19	7.09%	0.97%
Compensation si chute	4	1.49%	0.20%
Total de la catégorie	23	8.58%	1.17%

▪ Analyse :

La **décote** fait l'objet de nombreuses citations qui répondent le plus souvent directement à la présentation de la problématique du guide d'entretien. Il est intéressant de noter que des citations se rapportent à son effet potentiel de **compensation** des pertes en cas de chute de la valeur de l'action. Il s'agit d'un argument important dans le cadre d'une approche rationnelle.

2.2.1.5. Les facilités de règlement

▪ Sous-catégories dégagées :

Tableau 43 : Fréquences de citations pour la catégorie « facilités de règlement »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Crédit	13	4.85%	0.66%
Prélèvement mensuel	4	1.49%	0.20%
Total de la catégorie	20	7.46%	1.02%

▪ Analyse :

Les facilités de règlement accordées ont pour effet d'atténuer l'effort d'épargne réalisé par les salariés lors d'une ACRS. L'octroi de **crédit** le plus souvent sans frais ou la possibilité d'effectuer le règlement des souscriptions par **prélèvements mensuels** étalés sur des périodes courtes (moins d'une année) font partie des facilités appréciées par les salariés interrogés.

2.2.2. Le cadre de l'épargne salariale en France

Dans cette section, nous retrouvons l'importance du *design* de l'offre proposée aux salariés. L'influence de la communication est minimisée et le PEE se révèle être largement associé à l'investissement en actionnariat salarié du point de vue des salariés. Les arbitrages entre les fonds ont une importance plus faible pour les salariés alors que la garantie du capital investi revêt une importance particulière sans doute du fait du sentiment de sécurité qu'elle apporte aux salariés. L'abondement et l'origine des versements confirment leur rôle d'orientation des flux d'épargne au sein du PEE.

Tableau 44 : Fréquences de citations pour la section « épargne salariale »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
PEE	155	26.50%	7.89%
<i>Design</i> de l'offre	166	28.38%	8.45%
Communication	79	13.50%	4.02%
Abondement	71	12.14%	3.61%
Origine des versements	53	9.06%	2.70%
Epargne salariale	34	5.81%	1.73%
TCCP	15	2.56%	0.76%
Garantie	12	2.05%	0.61%
TOTAL	585	100.00%	29.77%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.2.2.1. Le Plan d'Épargne Entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 45 : Fréquences de citations pour la catégorie « Plan d'Épargne Entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Déblocage	50	8.55%	2.54%
Fiscalité	38	6.50%	1.93%
Blocage	25	4.27%	1.27%
Par rapport aux autres placements	11	1.88%	0.56%
Frais de gestion	8	1.37%	0.41%
PEE	6	1.03%	0.31%
Origine	4	0.68%	0.20%
Total de la catégorie	155	26.50%	7.89%

- Analyse :

Les salariés accordent une importance particulière au **blocage** des sommes investies dans le **PEE**. La durée de cinq années est fréquemment mentionnée. Ils ont connaissance des motifs de **déblocage** anticipé des sommes investies dans le PEE et expriment la volonté de les faire valoir ou indiquent l'avoir déjà fait. Les coûts générés par un investissement dans le PEE ont trait à la **fiscalité** qui lui est associée et aux **frais** de sa gestion. Ils sont très faibles **par rapport à ceux des autres placements**. Réceptacle potentiel des primes d'intéressement, il est un outil de défiscalisation. En effet, comme nous l'avons indiqué précédemment, les primes d'intéressement non investies dans le PEE sont intégrées dans les revenus imposables. Bien que répondant à des logiques différentes de celles du PEE, intéressement et participation lui sont fréquemment associés comme des **origines** de versements potentielles.

2.2.2.2. Le design de l'offre

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 46 : Fréquences de citations pour la catégorie « design de l'offre »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Actifs	52	8.89%	2.65%
Nombre	42	7.18%	2.14%
Nom	20	3.42%	1.02%
Arbitrage	15	2.56%	0.76%
Pilotage	12	2.05%	0.61%
PEE	7	1.20%	0.36%
Origine	5	0.85%	0.25%
Choix AS par défaut	4	0.68%	0.20%
Total de la catégorie	166	28.38%	8.45%

▪ Analyse :

Nous retrouvons la sous-catégorie relative au **nombre** de fonds proposés. Le nombre moyen des fonds proposés aux salariés est de 7,6. Le nombre de fonds proposé varie entre 3 et 25 fonds. Par rapport à l'offre qui leur est proposée, les salariés expriment soit leur incompréhension, soit leur difficulté à choisir au sein d'une offre abondante. En ce qui concerne les supports proposés, les salariés interrogés mentionnent plusieurs catégories d'**actifs** c'est-à-dire les actions (dont les actions de leur entreprise), les obligations (dont les obligations de leur entreprise) et les fonds monétaires. Ils mettent l'accent sur le fait que l'offre proposée est fonction du risque qu'ils souhaitent encourir. Ils mentionnent le **nom** des différentes offres proposées. Comme dans le cas des produits de gestion collective proposés au grand public, les noms donnés aux FCPE sont supposés témoigner du niveau de risque et des perspectives de gains (ex : tranquillité, dynamique, équilibre, etc.). En ce qui concerne les **arbitrages** ou les transferts entre les différentes options au sein du PEE, nous remarquons que la majorité des salariés n'a pas conscience qu'ils sont possibles. Ils semblent en effet confondre période de blocage des sommes investies dans le PEE et blocage dans les fonds au sein du **PEE**. Mentions sont faites de l'impossibilité de transférer les sommes investies dans un fonds d'actionnariat salarié créé lors d'une ACRS. Nous avons indiqué précédemment la logique qui présidait à cette interdiction. Des citations de salariés interrogés montrent que des options de **pilotage** leur sont proposées. Elles s'appuient sur un questionnaire dans lequel le salarié exprime des vœux. Les salariés se voient en outre proposer la possibilité d'opter pour des prélèvements automatiques reversés sur un fonds de leur choix. La possibilité d'investir dans le **compte courant bloqué** constitue une alternative au PEE. De la même façon, les entreprises de certains des salariés interrogés offrent la possibilité d'investir en actionnariat salarié en dehors du PEE au travers d'un compte individuel. Lors de la revue de littérature ainsi que dans la phase exploratoire précédente, nous avons évoqué l'effet du paramétrage des choix par défaut. La sous-catégorie **choix AS par défaut** indique que les employeurs de certains des salariés de notre échantillon définissent le fonds d'actionnariat salarié comme le fonds par défaut. Il en découle que les salariés sont systématiquement orientés vers l'actionnariat d'entreprise s'ils ne communiquent pas leur choix de placement au teneur de comptes.

2.2.2.3. La communication

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 47 : Fréquences de citations pour la catégorie « communication »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Relevé	16	2.74%	0.81%
Inter-salariés	11	1.88%	0.56%
Jugement qualité	9	1.54%	0.46%
Intranet	8	1.37%	0.41%
Communication	6	1.03%	0.31%
Supports	5	0.85%	0.25%
Hiérarchie	5	0.85%	0.25%
Manque de communication	4	0.68%	0.20%
Total de la catégorie	79	13.50%	4.02%

- Analyse :

La **communication** concernant l'épargne salariale se réduit le plus souvent à un **relevé** des sommes perçues au titre de l'intéressement et de la participation expédié aux salariés avec une fréquence régulière. Il s'accompagne du questionnaire grâce auquel les salariés indiquent leur choix de support de placement. Comme dans le cas des ACRS, la communication informelle **inter-salariés** revêt une certaine importance. Les salariés échangent en effet entre eux des conseils et des renseignements. En ce qui concerne le **jugement de la qualité** de la communication porté par les salariés, il est majoritairement négatif. Les citations soulignent le **manque de communication** concernant l'épargne salariale et les salariés déplorent la faible exhaustivité des éléments communiqués. Lorsque cette possibilité est proposée par l'entreprise, le meilleur moyen d'obtenir des informations plus détaillées consiste à consulter le réseau intranet. Par le biais de l'**intranet**, plusieurs **supports** sont proposés tels que les fiches d'information concernant chaque fonds proposé. Là encore, il semble que la structure **hiérarchique** opérationnelle soit sollicitée dans certains cas afin de permettre la diffusion de la communication. D'après les citations de cette sous-catégorie, cette voie de communication aurait tendance à influencer les choix des salariés en les incitant à investir en actions de leur entreprise.

2.2.2.4. Les abondements de l'entreprise

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 48 : Fréquences de citations pour la catégorie « abondements de l'entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Pourcentage	16	2.74%	0.81%
Abondement	13	2.22%	0.66%
Augmentation de capital	6	1.03%	0.31%
Intéressement	5	0.85%	0.25%
Saturation	5	0.85%	0.25%
Plafonnement	5	0.85%	0.25%
Total de la catégorie	71	12.14%	3.61%

- Analyse :

Les salariés retiennent essentiellement de l'abondement le **pourcentage** de leur versement auquel il correspond. Pour les salariés interrogés, ce pourcentage était compris entre 30% et 100% de leur contribution. L'**abondement** ne peut venir compléter que les sommes issues de la prime d'**intéressement** et des versements volontaires. Il peut être octroyé aux salariés dans le cadre d'une **augmentation de capital**. En cherchant à obtenir le montant maximum d'abondement, les salariés peuvent s'efforcer d'épargner dans le PEE jusqu'au seuil des sommes abondables. La **saturation** de l'abondement intervient une fois ce **plafond** atteint.

2.2.2.5. L'origine des versements

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 49 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Intéressement	13	2.22%	0.66%
Participation	8	1.37%	0.41%
Argent de l'entreprise	7	1.20%	0.36%
Somme en excédent	5	0.85%	0.25%
« On ne le voit pas »	5	0.85%	0.25%
Retrait de l'intéressement	5	0.85%	0.25%
Total de la catégorie	53	9.06%	2.70%

- Analyse :

Nous avons déjà mentionné le rôle de réceptacle occupé par le PEE à l'égard des primes de **participation** et d'**intéressement**. Concernant l'intéressement, la sous-catégorie **retrait de l'intéressement** souligne que l'intéressement peut faire l'objet d'un retrait immédiat. En conséquence, il peut constituer un revenu consommable pouvant subvenir à des besoins

spécifiques. Dans cette catégorie, un phénomène est intéressant à souligner. Les trois catégories **argent de l'entreprise**, **somme en excédent** et « **on ne le voit pas** » s'y rapportent à divers degrés. Plusieurs citations témoignent d'une relative insouciance à l'égard des sommes issues de l'épargne salariale. Les salariés ne semblent pas considérer qu'il s'agisse réellement de leur argent. Ils croient que ces sommes excédentaires sont gracieusement accordées par l'entreprise. De plus, l'obligation de blocage rend ces primes invisibles aux yeux des salariés interrogés. Le fait que ces primes soient considérées comme des fonds appartenant à l'entreprise a sans doute une influence sur le choix des salariés pour les actions de leur entreprise.

2.2.2.6. Les autres composantes de l'épargne salariale

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 50 : Fréquences de citations pour la catégorie « autres composantes de l'épargne salariale »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Intéressement et participation	20	3.42%	1.02%
Retraite	6	1.03%	0.31%
CET	6	1.03%	0.31%
Total de la catégorie	34	5.81%	1.73%

- Analyse :

Outre l'**intéressement** et la **participation** qui ont été cités indépendamment du PEE dans cette catégorie, le plan de **retraite** (ou PERCO) et le **compte épargne temps** sont évoqués par les salariés interrogés comme des composantes de l'épargne salariale importantes. Bien qu'indépendants dans leur logique du PEE, tous ces dispositifs comportent des passerelles avec ce dernier.

2.2.3. Les caractéristiques des entreprises

La catégorie caractéristiques de l'entreprise a une importance relative conséquente et comprend de nombreuses sous-catégories. Les citations concernant la gouvernance sont ensuite les plus présentes. Son importance relative manifeste un intérêt des salariés pour la prise de décisions et la gestion de leur entreprise. La conjoncture économique relève d'un domaine plus général que celui des caractéristiques de l'entreprise mais est susceptible d'influencer la bonne marche de celle-ci en rendant l'actionnariat salarié plus risqué.

L'organisation de l'entreprise et les perspectives de plus-value sont minimisées par les salariés et n'apparaissent plus en tant que catégorie principale. En effet, la catégorie plus-value fait référence à l'investissement en actions de l'entreprise d'un point de vue plus général. Nous constatons ensuite que les salariés font aussi référence aux plus-values et aux moins-values réalisées à titre personnel ou en désignant leurs collègues.

Tableau 51 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques des entreprises »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Caractéristiques de l'entreprise	347	77.28%	17.66%
Gouvernance	63	14.03%	3.21%
Risque de l'entreprise	23	5.12%	1.17%
Conjoncture économique	10	2.23%	0.51%
Contexte de l'entreprise	6	1.34%	0.31%
TOTAL	449	100.00%	22.85%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.2.3.1. Caractéristiques générales des entreprises

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 52 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques générales des entreprises »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Motivations de l'entreprise	60	13.36%	3.05%
Rôle des syndicats	33	7.35%	1.68%
Stratégie de GRH	31	6.90%	1.58%
Secteur	25	5.57%	1.27%
Evolutions de la valeur	21	4.68%	1.07%
Performances et ratios de gestion	19	4.23%	0.97%
Histoire	18	4.01%	0.92%
Pourcentage du capital AS	14	3.12%	0.71%
Typologie des salariés	11	2.45%	0.56%
Cotation	11	2.45%	0.56%
Dividendes	10	2.23%	0.51%
Association d'AS	9	2.00%	0.46%
Système d'incitations	9	2.00%	0.46%
Rôle du dirigeant	8	1.78%	0.41%
<i>Stock options</i>	7	1.56%	0.36%
Répartition du capital	7	1.56%	0.36%
Actualité	7	1.56%	0.36%
Culture d'entreprise	6	1.34%	0.31%
Plus-value	6	1.34%	0.31%
AS au conseil d'administration	5	1.11%	0.25%
Structure	5	1.11%	0.25%
<i>Turnover</i>	5	1.11%	0.25%
Total de la catégorie	347	77.28%	17.66%

▪ Analyse :

Au sein de cette catégorie, la sous-catégorie **motivations de l'entreprise** mérite une attention particulière. Elle est en effet la caractéristique la plus citée. De l'avis des employés interrogés, en favorisant l'actionnariat salarié, leur entreprise poursuit ses propres intérêts. Elle cherche en priorité à lever des fonds auprès de ses salariés. Une fois l'actionnariat salarié mis en œuvre, la stabilité du capital est renforcée empêchant ainsi les prises de contrôle hostiles. Une autre motivation de l'entreprise peut être de susciter l'adhésion de son personnel à la stratégie qu'elle déploie. Cette motivation est particulièrement présente dans le cas d'une privatisation. Les citations des salariés se référant aux motivations de l'entreprise pour développer l'actionnariat salarié concernent enfin la maîtrise du cours de l'action et le climat social. Les salariés estiment en effet que l'actionnariat salarié limite les fluctuations du cours de l'action et qu'il contribue à atténuer les conflits sociaux au sein de l'entreprise. En ce qui concerne le **rôle des syndicats**, les citations recueillies indiquent que l'actionnariat salarié n'est pas de leur ressort. Les syndicats occupent un autre rôle dans le cadre des relations de travail et ne se préoccupent pas de l'épargne salariale. Les citations à propos de la **stratégie de gestion de ressources humaines** portent sur la stratégie de gestion des ressources humaines adoptée par l'entreprise à l'égard de l'actionnariat salarié notamment. Un accent est mis sur les restructurations. Les citations montrent que ces événements ont un impact particulièrement fort sur l'adhésion des salariés. Un des objectifs de la gestion des ressources humaines doit être la baisse du *turnover*. La rotation du personnel est évoquée en référence à l'investissement en actions de l'entreprise qui est le plus souvent bloqué durant cinq années. Le thème du **secteur** est souvent évoqué. Les salariés associent volontiers leur entreprise, sa réussite ou ses échecs au secteur auquel elle appartient. Le secteur conditionne par ailleurs largement la **typologie des salariés** de l'entreprise. Une entreprise industrielle va en effet comprendre davantage d'ouvriers que d'employés qui seront plus nombreux pour une société de services. Les citations relevant du cours de l'action ont été nombreuses. Nous avons choisi de les répartir dans des sections, des catégories et des sous-catégories. Ici la sous-catégorie **évolutions de la valeur** regroupe les citations relatives à l'historique du cours de l'action de l'entreprise. Dans ce cas, les salariés n'associent pas performances passées et futures – ce qui relèverait de l'extrapolation excessive – mais se souviennent des évolutions sensibles du cours de l'action à la hausse ou à la baisse ou soulignent la stabilité de celui-ci. Alors que la précédente sous-catégorie fait référence à la valeur de l'action, les **performances et ratios de gestion** touchent davantage les indicateurs comptables tels que la progression du chiffre d'affaires ou des résultats. L'**histoire** fait référence aux événements importants traversés par

l'entreprise tels qu'un rachat, une privatisation ou une entrée en bourse. Introduction en bourse est synonyme de **cotation**, ce qui crée pour les salariés interrogés une frontière séparant distinctement entreprises cotées et non cotées. Tantôt la cotation satisfait les salariés actionnaires interrogés, tantôt elle les déçoit ou les effraie. Elle déçoit lorsqu'elle soumet la valorisation de leur entreprise à l'**actualité** ou aux annonces tandis que les employés des entreprises non cotées estiment que la non cotation est gage de stabilité. Les salariés interrogés mentionnent le thème du **pourcentage de capital** détenu ou indiquent avec précision la part représentée. Cette sous-catégorie peut être rapprochée de la **répartition du capital**. L'influence de l'actionnariat salarié perçue par les personnes interrogées est liée à la répartition du capital. La position relative de l'actionnariat salarié est importante à ce titre et peut s'accompagner de la **présence au conseil d'administration** d'un représentant des actionnaires salariés. La présence d'une **association d'actionnaires salariés** est soulignée lorsqu'elle est connue des personnes interrogées. Le **système d'incitation** est à rapprocher de la stratégie de gestion des ressources humaines et de l'octroi de **stock options**. Ici, le système d'incitations est appréhendé comme un système comprenant plusieurs composantes. L'intéressement, la participation et les *stock options* en font partie. Pour certains salariés, le **rôle du dirigeant** est déterminant de la politique de l'entreprise à l'égard de l'actionnariat salarié. Il peut être rapproché de la **culture d'entreprise** qui elle aussi crée un terreau favorable au développement de l'actionnariat salarié dans l'entreprise. La sous-catégorie **plus-value** peut aussi être rapprochée du cours de l'action. Elle se rapporte aux plus-values réalisées à la suite d'un investissement en actions de l'entreprise d'un point de vue général c'est-à-dire en dehors du contexte de l'actionnariat salarié. Enfin, la **structure** de l'entreprise ne s'apparente pas à la sous-catégorie organisation de l'entreprise déjà évoquée dans le cadre des entretiens d'experts mais fait référence à la nature filialisée de l'entreprise.

2.2.3.2. Gouvernance

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 53 : Fréquences de citations pour la catégorie « gouvernance »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Droits de vote	30	6.68%	1.53%
Participation aux décisions	20	4.45%	1.02%
Absence d'influence	6	1.34%	0.31%
Gouvernance	4	0.89%	0.20%
Total de la catégorie	63	14.03%	3.21%

▪ Analyse :

Ont été regroupées au sein de cette catégorie l'ensemble des citations relatives à l'organisation du pouvoir, à son contrôle et à l'équilibre de ses composantes au sein des instances de direction. Pour les salariés interrogés, les salariés actionnaires s'expriment principalement au travers de l'exercice des **droits de vote** conférés par la détention d'actions. Ces droits de vote sont directement associés à l'élection de représentants. Lorsqu'ils sont connus des salariés interrogés, les élus sont essentiellement des membres des conseils de surveillance des FCPE. La **participation aux décisions** témoigne du sentiment que les salariés ont de pouvoir s'exprimer. Pour les salariés qui ont conscience de cette possibilité, cette expression se concrétise par la possibilité de participer aux assemblées générales des actionnaires. Mais la plupart des salariés actionnaires interrogés sont loin d'être convaincus de l'influence de l'actionnariat salarié. Si certains estiment qu'il puisse être un contre-pouvoir, la plupart considère qu'il n'a **pas d'influence** sur les décisions. En revanche, il serait davantage un moyen pour les dirigeants de s'assurer des alliés. Enfin, la sous-catégorie **gouvernance** fait référence à des considérations générales exprimées par les salariés sur l'exercice du pouvoir au sein de leur entreprise.

2.2.3.3. Le risque de l'entreprise

▪ Sous-catégories dégagées :

Tableau 54 : Fréquences de citations pour la catégorie « risque de l'entreprise »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Risque de l'entreprise	10	2.23%	0.51%
Risque de l'actionnariat salarié	8	1.78%	0.41%
Risque du secteur	4	0.89%	0.20%
Total de la catégorie	23	5.12%	1.17%

▪ Analyse :

Dans cette catégorie, les citations des salariés indiquent que le risque lié à un investissement en **actionnariat salarié** est identifié. Il correspond au **risque de l'entreprise**. On constate à nouveau que les citations rapprochent l'entreprise du secteur au sein duquel elle évolue. Dans ce contexte, la perspective adoptée est celle du **risque du secteur**.

2.2.4. Les caractéristiques des salariés

Cette dernière section fait l'objet du plus grand nombre de citations des salariés interrogés (33.74% soit 663 citations). Dans les développements suivants, nous constatons que plusieurs nouvelles catégories et sous-catégories ont émergé par rapport à l'étude qualitative conduite auprès des gérants d'épargne salariale. Les caractéristiques générales et les attitudes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise constituent les principales catégories issues de l'analyse de contenu. Elles étaient présentes dans l'analyse précédente aux côtés des attitudes et comportements des salariés et de l'extrapolation excessive. Deux nouvelles catégories importantes apparaissent. Il s'agit des stratégies de placement des salariés et des gains. Nous constatons qu'elles revêtent une importance particulière pour la compréhension des comportements d'achat et de détention d'actions de l'entreprise par les salariés.

Tableau 55 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques des salariés »

Catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Caractéristiques des salariés	274	41.33%	13.94%
Attitudes AS et entreprise	188	28.36%	9.57%
Stratégie de placements	87	13.12%	4.43%
Gains	54	8.14%	2.75%
Attitudes et comportements	43	6.49%	2.19%
Extrapolation excessive	17	2.56%	0.87%
TOTAL	663	100.00%	33.74%

Nous présentons le détail de ces catégories et leur analyse dans les sections suivantes.

2.2.4.1. Caractéristiques générales des salariés

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 56 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques des salariés »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Besoins et projets	43	6.49%	2.19%
Connaissance ou culture financière	37	5.58%	1.88%
Patrimoine	33	4.98%	1.68%
Position ou métier	21	3.17%	1.07%
Ancienneté	18	2.71%	0.92%
Contexte de travail	17	2.56%	0.87%
Suivi du cours	15	2.26%	0.76%
Autre emploi	14	2.11%	0.71%
Préférence temporelle	14	2.11%	0.71%
Age	11	1.66%	0.56%
Systèmes d'incitations	10	1.51%	0.51%
Salaire	7	1.06%	0.36%
Convaincre les autres	5	0.75%	0.25%
Détention	4	0.60%	0.20%
Imposition	4	0.60%	0.20%
Total de la catégorie	274	41.33%	13.94%

▪ Analyse :

Besoins et projets est la sous-catégorie faisant l'objet du plus grand nombre de citations. Elle indique que les salariés investissent en actions de leur entreprise des sommes qu'ils ne consomment pas, dont ils n'ont pas besoin. Ces sommes sont investies sur ce support d'épargne en vue de réaliser certains projets mentionnés explicitement par les salariés. Les montants investis sont notamment destinés à apporter un complément de retraite aux salariés. Ils permettent par ailleurs de constituer une épargne en vue de la naissance d'un enfant ou du financement de ses besoins. L'investissement en actions de l'entreprise constitue enfin une épargne de précaution. Cette sous-catégorie peut être rapprochée du **patrimoine** dont l'importance et la composition semblent être déterminantes des choix des salariés. Les choix d'affectation de ce patrimoine dépendent de la **préférence temporelle** des salariés. Ainsi, certains salariés investissent en actions de leur entreprise en vue de disposer d'un revenu consommable à plus ou moins long terme. **Age** et **ancienneté** sont fréquemment cités en relation avec les catégories précédentes. En ce qui concerne les **connaissances ou la culture financière**, les salariés expriment leur intérêt pour la finance ou déplorent leur manque de formation ou de connaissances dans ce domaine. Leur intérêt les conduit à rechercher des informations concernant la vie de leur entreprise. Ils indiquent **suivre le cours** de l'action de leur entreprise plus ou moins fréquemment suivant qu'ils en aient la possibilité sur leur lieu de travail. Concernant l'environnement professionnel, les spécificités du service ou du site au sein duquel les salariés évoluent, le caractère plus ou moins individuel de l'emploi composent la sous-catégorie **contexte de travail**. Les salariés rapprochent leur expérience actuelle en matière d'actionnariat salarié de celle vécue dans d'**autres emplois** occupés. La **position** hiérarchique et le **métier** exercé sont des déterminants fréquemment cités. D'après les citations recueillies, les cadres et les salariés caractérisés par une position hiérarchique élevée seraient plus enclins à détenir des actions de l'entreprise. En outre, les salariés exerçant un métier administratif et financier seraient plus sensibles à l'actionnariat salarié ou mieux dotés pour en cerner les enjeux. Position hiérarchique et ancienneté sont logiquement en relation avec un niveau de **salaire** plus élevé et des ressources permettant l'investissement en actionnariat salarié. Le niveau du salaire est à rapprocher du niveau d'**imposition** du salarié. Le niveau d'imposition incite à adopter une stratégie de défiscalisation en investissant dans le PEE. Mais cela dépend du mode de détention des actions de son entreprise pour lequel le salarié peut opter. En effet, certains salariés détiennent leurs actions en direct dans le cadre d'un compte titre individuel. Le salaire fixe peut s'accompagner du bénéfice d'autres **systèmes d'incitations** tels que les *stock options* qui augmentent l'investissement en

actionnariat salarié lorsque celles-ci ont été exercées. Enfin, la satisfaction des salariés à l'égard de l'actionnariat salarié peut les amener à promouvoir cet investissement en s'efforçant de **convaincre** leurs collègues.

2.2.4.2.L'attitude vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise des salariés

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 57 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitudes AS et entreprise »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Sentiment perdant / gagnant	20	3.02%	1.02%
Anticipations	19	2.87%	0.97%
Effet incitatif	15	2.26%	0.76%
Regret	14	2.11%	0.71%
Convictions	13	1.96%	0.66%
Convictions actionnariat salarié	12	1.81%	0.61%
Affectif	11	1.66%	0.56%
Intention de départ / de rester	10	1.51%	0.51%
Implication	10	1.51%	0.51%
Opinion sur l'entreprise	8	1.21%	0.41%
Statut	7	1.06%	0.36%
Confiance	7	1.06%	0.36%
Détachement	6	0.90%	0.31%
Regard sur les autres	6	0.90%	0.31%
Opinion vis-à-vis des conditions	5	0.75%	0.25%
Intérêt pour la vie de l'entreprise	5	0.75%	0.25%
Familiarité	5	0.75%	0.25%
Croyance	4	0.60%	0.20%
Participation à l'entreprise	4	0.60%	0.20%
Motivation	4	0.60%	0.20%
Total de la catégorie	188	28.36%	9.57%

- Analyse :

La sous-catégorie la plus fréquemment citée est intitulée **sentiment perdant / gagnant**. Au travers des citations regroupées dans cette catégorie, les salariés expriment une satisfaction ou une insatisfaction concernant leur investissement en actions de l'entreprise. Les salariés expriment leurs **anticipations** concernant les évolutions de la valeur de l'action ainsi que leur crédulité concernant l'**effet incitatif** de l'actionnariat salarié. Concernant les jugements exprimés sur l'effet incitatif de l'actionnariat salarié, les salariés ne semblent pas en être convaincus jugeant les évolutions de la valeur de l'action déconnectées de leur travail. Certains d'entre eux expriment un **regret** de ne pas avoir investi davantage dans des actions de leur entreprise considérant rétrospectivement qu'ils auraient pu réaliser des gains conséquents. Les **convictions** exprimées sont essentiellement à caractère politique. Dans les

citations recueillies, l'expression de convictions politiques entraînent des réticences à l'égard de l'actionnariat salarié s'accompagnant d'un engagement syndical. A l'inverse, la sous-catégorie **convictions actionnariat salarié** montrent un engagement et des convictions fortes à l'égard de l'actionnariat salarié en tant que système d'incitations mais aussi de gouvernance. Dans les citations relatives aux catégories **affectif** et **détachement**, les salariés expriment des sentiments opposés d'identification et d'attachement d'une part ou de défiance d'autre part à l'égard de leur entreprise. L'affect des salariés se manifeste par ailleurs dans la **confiance** et la **croissance** qu'ils placent dans leur entreprise. L'expression de ces liens avec l'entreprise peut s'accompagner de celle d'une **opinion sur l'entreprise** qu'elle soit positive ou négative. Un plus fort **intérêt pour la vie de l'entreprise** du fait de l'actionnariat salarié est sans doute une cause de la formulation de ces opinions. Ils ont le sentiment de **participer à l'entreprise** du fait de leur statut d'actionnaire salarié. La **familiarité** exprime la très bonne connaissance que les salariés pensent avoir de leur entreprise. Toujours concernant l'état d'esprit des salariés par rapport à leur entreprise, l'**opinion vis-à-vis des conditions** d'achat d'actions offertes reste à mentionner. Dans les citations s'y rapportant, les salariés indiquent s'ils ont ou non le sentiment que leur entreprise fait un réel effort pour leur attribuer des avantages liés à l'actionnariat salarié. Nous constatons ensuite la présence de variables dépendantes étudiées par les recherches en ressources humaines telles que l'**intention de départ / de rester**, l'**implication** et la **motivation**. Du point de vue du modèle intrinsèque de la satisfaction actionnariale, nous avons indiqué que le seul **statut** d'actionnaire peut engendrer des conséquences positives sur l'attitude au travail des salariés. Dans ce cas, il incite à investir en actions de l'entreprise. Ce statut qui les singularise peut les conduire à porter un **regard sur les autres**. Les citations mentionnent en effet des jugements exprimés par les salariés sur l'attitude au travail de leurs collègues non actionnaires. Ces comportements sont à rapprocher de la thématique du contrôle horizontal précédemment évoquée.

2.2.4.3.Stratégie de placements

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 58 : Fréquences de citations pour la catégorie « stratégie de placements »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Transactions et spéculation	20	3.02%	1.02%
Stratégie de placements	19	2.87%	0.97%
Actionnariat salarié	17	2.56%	0.87%
Diversifier	13	1.96%	0.66%
Hors épargne salariale	11	1.66%	0.56%
Demande de conseils	6	0.90%	0.31%
Total de la catégorie	87	13.12%	4.43%

▪ Analyse :

Cette catégorie ne s'était pas dégagée de l'analyse de contenu thématique des entretiens d'experts. Elle fait référence aux stratégies de placement et d'épargne mises en œuvre par les salariés. Les salariés indiquent en effet que l'investissement en actions de leur entreprise correspond à une volonté d'épargne. Ils cherchent à maximiser la rémunération de cette épargne. Pour se faire, ils indiquent effectuer des **transactions** et souhaiter **spéculer** entre diverses formes de placements. Or, les conditions de blocage dont l'épargne salariale est assortie sont peu propices à de telles stratégies et plusieurs citations montrent que certains salariés le déplorent. La sous-catégorie **actionnariat salarié** désigne les citations des salariés qui déclarent investir uniquement en actions de leur entreprise. Il convient de préciser que les salariés concernés sont le plus souvent ceux qui annoncent avoir réalisé des gains importants grâce à ce placement. A l'inverse, la sous-catégorie **diversifier** regroupe les citations indiquant que les salariés poursuivent une stratégie de diversification en tenant compte de leurs avoirs investis dans le PEE mais aussi des autres composantes de leur patrimoine. Ces autres éléments du patrimoine sont cités et correspondent aux actifs détenus **hors épargne salariale**. Afin de mettre en œuvre leur stratégie de placement, les salariés interrogés avouent volontiers **solliciter les conseils** de leurs collègues.

2.2.4.4. Gains

▪ Sous-catégories dégagées :

Tableau 59 : Fréquences de citations pour la catégorie « gains »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Gains ou pertes réalisés	29	4.37%	1.48%
Recherche / espoir de gains	17	2.56%	0.87%
Gains	8	1.21%	0.41%
Total de la catégorie	54	8.14%	2.75%

▪ Analyse :

De même que la catégorie précédente, la catégorie **gains** n'émergeait pas des entretiens réalisés avec les experts. Nous constatons dans cette catégorie que les **gains ou les pertes déjà réalisés** sont un déterminant important de l'investissement en actions de l'entreprise. Le comportement d'investissement en actions de l'entreprise des salariés semble ainsi suivre la tendance de l'évolution de la valeur de l'action. Les citations montrent par ailleurs que la **recherche et les espoirs de gains** motivent l'investissement en actions de l'entreprise.

2.2.4.5. Attitudes et comportements

- Sous-catégories dégagées :

Tableau 60 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitudes et comportements »

Sous-catégories	Nombre total de citations	% citations dans la section	% des citations totales
Attitude envers le risque	29	4.37%	1.48%
Attitude envers la bourse	14	2.11%	0.71%
Total de la catégorie	43	6.49%	2.19%

- Analyse :

Les attitudes des salariés concernent le risque et la bourse. L'**attitude envers le risque** témoigne aussi bien de leur aversion pour le risque que de leur évaluation des risques qui caractérisent les différentes composantes de leur patrimoine ou des opportunités existantes. L'attitude envers le risque est notamment associée à l'âge des salariés. En ce qui concerne l'**attitude envers la bourse**, elle révèle notamment la familiarité des salariés vis-à-vis de la bourse. Les citations révèlent de la méfiance, de l'incompréhension ou bien au contraire de l'intérêt.

Conclusion du chapitre

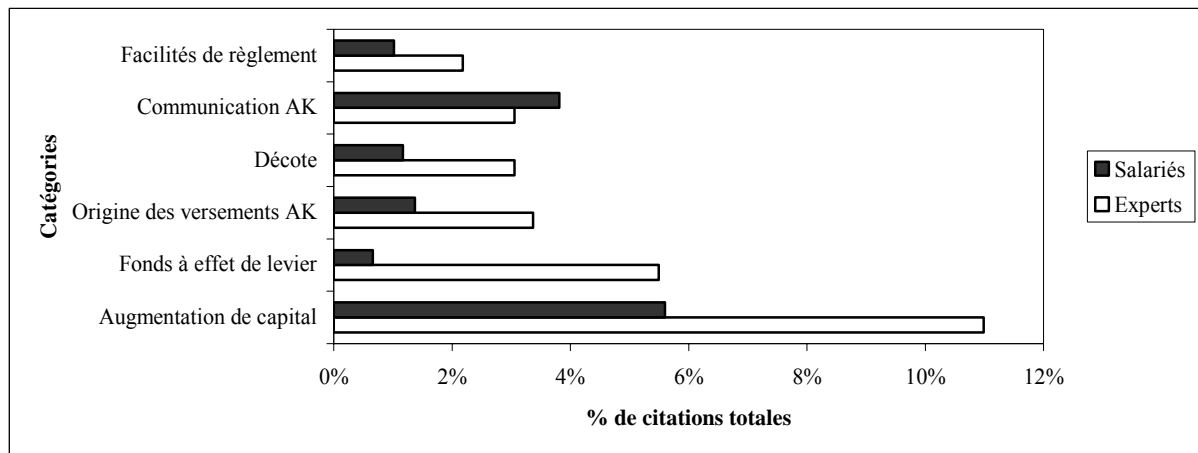
A l'issue de ce chapitre exploratoire, nous pouvons tout d'abord formuler plusieurs conclusions d'ordre général.

Les premières concernent la méthodologie de recherche mise en œuvre et plus spécifiquement le codage des données qualitatives recueillies. On peut en effet s'interroger sur l'influence de l'utilisation d'un logiciel d'analyse de contenu sur l'homogénéité du codage des données qualitatives. Nous avons précisé que le logiciel utilisé a essentiellement pour vocation de faciliter le codage. De cette plus grande facilité dans le codage résulte le plus grand nombre de passages codés. Il s'agit de la seule conséquence que nous avons constatée.

Il convient ensuite de souligner la forte influence du cadre juridique de l'épargne salariale. La réglementation intervient en effet au niveau de la composition des actifs, des conditions de détention, de blocage et de déblocage et des flux entrants dans le PEE.

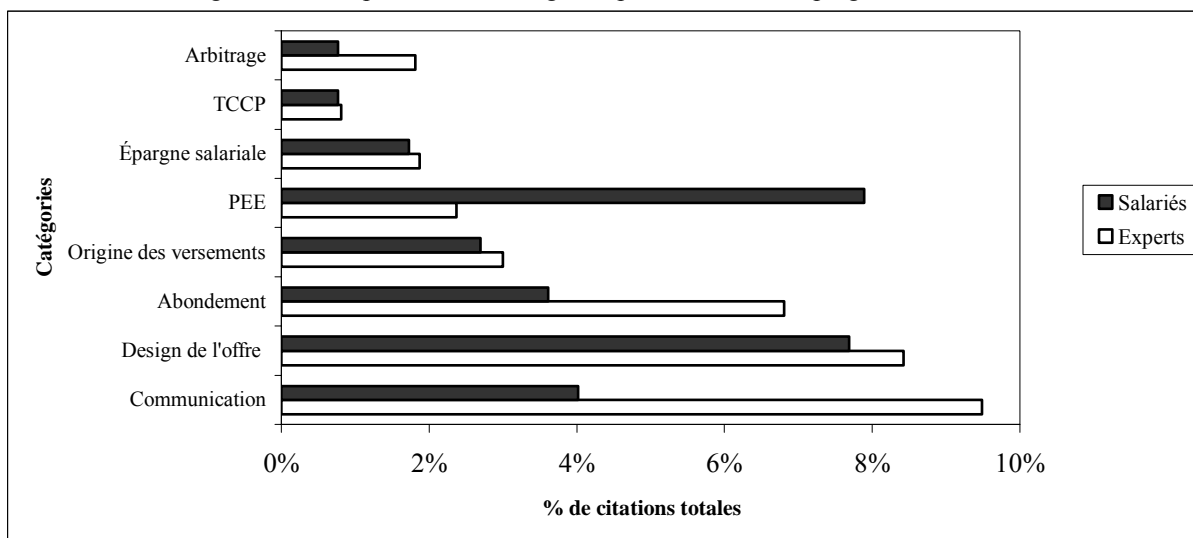
Nous pouvons enfin souligner les différences entre les résultats issus des deux populations étudiées. Certaines catégories sont en effet apparues alors que d'autres ont une importance relative minorée ou augmentée. Les figures suivantes proposent une représentation graphique de l'importance de ces différences pour chacune des quatre sections de regroupement des catégories de codage.

Figure 16 : Comparaison des catégories pour la section « ACRS »



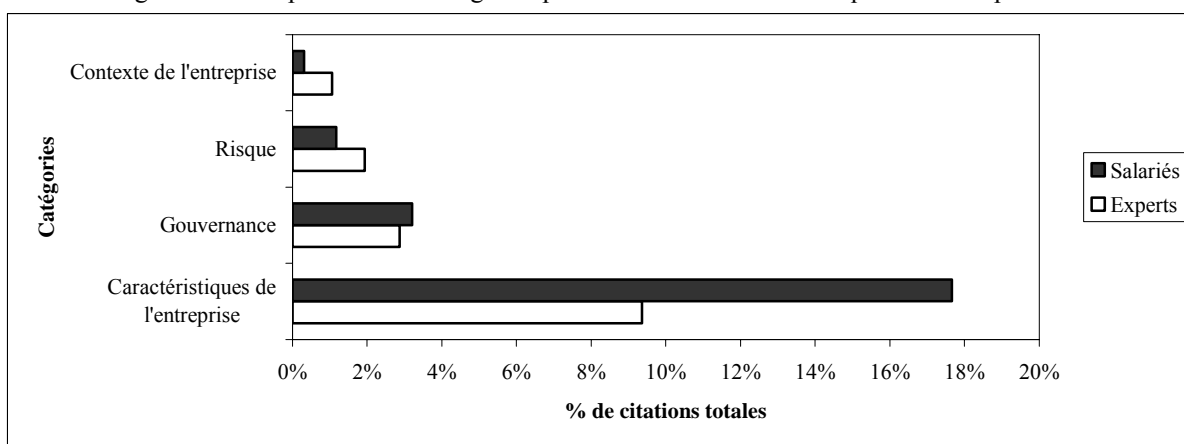
Nous observons tout d'abord que les citations des experts accordent bien plus d'importance aux ACRS que les salariés interrogés. Les citations des experts relatives à ces opérations représentent 28,15% des citations totales alors que ce chiffre ne s'élève qu'à 13,64% pour les salariés. Afin de nuancer cette remarque, nous rappelons tout d'abord que tous les salariés interrogés n'avaient pas la possibilité d'investir dans des actions de leur entreprise à travers de ce type d'opération. Par ailleurs, les ACRS représentent une importante charge de travail pour les gérants interrogés. On peut trouver là une autre raison de la sur-pondération de ces événements dans leur discours. Enfin, les entreprises clientes du TCCP dans lesquelles évoluent les experts sont cotées. Cette caractéristique rend l'organisation des ACRS plus aisée. En ce qui concerne les différentes catégories dégagées de l'analyse de contenu, seule la communication revêt une plus grande importance relative pour les salariés. La technicité des fonds à effet de levier et l'incompréhension qu'elle génère se retrouvent sans aucun doute dans l'important écart entre les deux populations en terme de citations.

Figure 17 : Comparaison des catégories pour la section « épargne salariale »



Pour la section épargne salariale, le nombre de citations relatif est à nouveau plus important pour les experts. Il s'élève en effet à 34,58% contre 29,77% pour les salariés. Cette section ainsi que la précédente sont particulièrement concernées par le cadre juridique. Les gérants interrogés maîtrisent davantage ces aspects et connaissent les caractéristiques techniques qui ont tendance à favoriser l'actionnariat salarié. A l'exception de la catégorie PEE, toutes les catégories sont davantage citées par les gérants. Par ailleurs, une catégorie supplémentaire apparaît pour les salariés. Elle s'intitule garantie. Les salariés semblent en effet davantage retenir cette possibilité dans le cadre plus courant de l'épargne salariale que dans le contexte d'une ACRS.

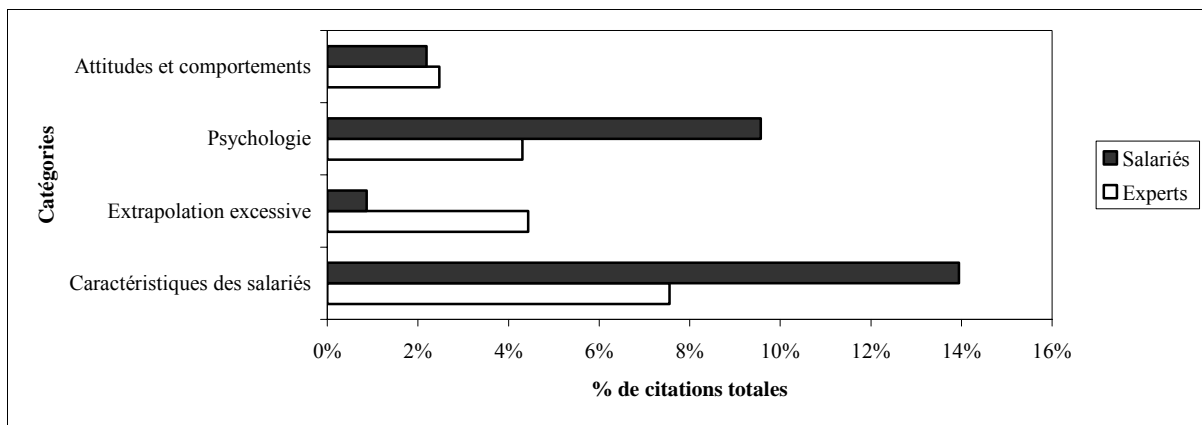
Figure 18 : Comparaison des catégories pour la section « caractéristiques des entreprises »



A l'inverse des sections précédentes, les sections caractéristiques des entreprises et caractéristiques des salariés sont davantage citées par les salariés. Les citations se rapportant

aux caractéristiques des entreprises représentent 22,85% des citations des salariés contre 18,48% des citations des gérants. Trois catégories n'apparaissent qu'auprès d'une seule des populations étudiées. Tout d'abord, les catégories plus-value et organisation de l'entreprise se dégagent uniquement des entretiens avec les experts. La première pourrait être rapprochée de la catégorie gains que l'on retrouve dans les caractéristiques des salariés mais elle se rapporte aux plus-values réalisées d'un point de vue général. La catégorie organisation de l'entreprise fait référence à un élément le plus souvent inconnu des salariés interrogés. En revanche, notre population d'experts est chaque jour confrontée à cette organisation de la gestion de l'épargne salariale au sein des entreprises. Par ailleurs, les salariés font mention de la catégorie conjoncture économique non mentionnée par les experts.

Figure 19 : Comparaison des catégories pour la section « caractéristiques des salariés »



La dernière section est la plus importante du point de vue des salariés. Elle regroupe 33,74% de leurs citations alors qu'elle représente 18,74% des citations des experts interrogés. Les citations concernant les attitudes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise et les caractéristiques des salariés y sont logiquement plus nombreuses. Ces derniers faisant référence le plus souvent à des expériences vécues. Deux catégories importantes ont émergé de l'analyse de contenu des entretiens avec les salariés. Il s'agit des catégories gains et stratégies de placements. Elles apportent un éclairage supplémentaire sur les motivations des salariés concernant leurs investissements en actions de leur entreprise.

Les résultats de l'étude exploratoire présentée dans ce chapitre donnent lieu à la formulation d'hypothèses de recherche dans le chapitre suivant lorsqu'ils permettent de compléter les explications apportées par la littérature.

Chapitre sixième :
Formulation des hypothèses de recherche
et méthodologie des analyses quantitatives

Chapitre sixième :

Formulation des hypothèses de recherche et méthodologie des analyses quantitatives

Nous présentons dans ce chapitre la formulation des hypothèses de recherche et la méthodologie suivie pour tester plusieurs d'entre elles. La formulation des hypothèses de recherche est tout d'abord exposée dans une première section. Pour se faire, nous nous appuyons sur la première partie (chapitres I, II, III et IV) ainsi que sur les résultats de l'étude exploratoire qualitative (chapitre V). L'ensemble des hypothèses que nous formulons ne fait pas l'objet d'un test quantitatif. En effet, les données recueillies ne nous ont pas permis de tester l'ensemble des hypothèses issues de l'examen théorique. Les hypothèses testées sont replacées dans le contexte du débat théorique entre théorie du portefeuille et finance comportementale. Afin de procéder aux tests quantitatifs, nous utilisons des données portant sur un échantillon de salariés d'une banque française cotée. Ces données nous permettent de mesurer trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié. Les trois dimensions répondent aux interrogations suivantes :

- Investir ou ne pas investir en actionnariat salarié ?
- Quel montant investir en actionnariat salarié ?
- Quel pourcentage du portefeuille d'épargne salariale investir en actionnariat salarié ?

Nous présentons dans une deuxième section la méthode de recueil des données, leurs caractéristiques et les traitements des données préalables aux analyses. Nous précisons ensuite comment la mesure des variables permet de tester les hypothèses. Nous détaillons enfin la méthodologie des analyses quantitatives réalisées.

1. Formulation des hypothèses de recherche¹⁷³

La première partie et l'étude qualitative nous ont permis de mettre en évidence les déterminants des choix des salariés en matière d'actionnariat salarié. Compte tenu de ces analyses préalables, nous détaillons tout d'abord l'ensemble des hypothèses de recherche qui constituent des déterminants potentiels des investissements des salariés en actions de leur entreprise. Ces hypothèses peuvent être formulées à l'issue de chacun des chapitres abordés

¹⁷³Nous présentons en annexe un tableau récapitulatif de l'ensemble des hypothèses formulées.

jusqu'à présent (Chapitres I, II, III, IV et V). Nous présentons ensuite les hypothèses qui font l'objet d'un test quantitatif.

1.1. Hypothèses de recherche

Nous remarquons que la littérature sur les choix d'investissement des salariés présentée au chapitre III ainsi que les résultats de notre étude exploratoire qualitative font directement référence à notre problématique de recherche. Leur objet est explicitement de mettre en évidence les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise. En ce qui concerne les objectifs des deux premiers chapitres de littérature mentionnés, ils sont quelque peu différents. Les objectifs sont – de mettre en évidence le lien entre l'actionnariat salarié et les attitudes au travail des salariés pour le premier ; – de mettre en évidence le lien entre actionnariat salarié et ses effets sur l'entreprise pour le second. Mais la seconde problématique est confrontée à une limite soulignée par Renaud, *et al.* (2004) et Desbrières (2002). Elle peut se résumer par la question suivante : les entreprises dotées d'actionnariat salarié sont-elles plus performantes ou bien les entreprises les plus performantes n'auraient-elles pas tendance à offrir davantage de compensation financière à leurs salariés, notamment sous la forme d'actionnariat salarié ? Cette causalité demeure aussi problématique au niveau des attitudes des salariés dans le cadre de notre recherche. En effet, l'actionnariat salarié peut améliorer les attitudes au travail des actionnaires salariés. Mais des attitudes favorables à l'égard de l'entreprise peuvent conduire un salarié à acheter des actions de son entreprise. C'est le point de vue adopté par Benartzi (2001) lorsqu'il mesure l'influence de l'implication organisationnelle des salariés sur leur investissement en actions de leur entreprise. Des deux points de vue individuel ou organisationnel, les variables dépendantes (attitudes des salariés ou effets sur l'entreprise) étudiées par la littérature peuvent être considérées comme des facteurs déterminant l'investissement en actions de l'entreprise compte tenu des développements précédents. Nous adoptons ce point de vue dans les deux paragraphes suivants. Nous constatons ensuite que la phase qualitative de la recherche soutient cette démarche.

1.1.1. Hypothèses issues de la littérature sur les systèmes d'incitation et les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés (Chapitre I)¹⁷⁴

Dans le premier chapitre, nous avons présenté l'état des connaissances empiriques et théoriques concernant les systèmes d'incitations et les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés.

Dans le cas des recherches sur les effets incitatifs de l'actionnariat salarié, plusieurs variables dépendantes sont mesurées. Ces variables dépendantes mesurent plusieurs concepts faisant fréquemment l'objet de la recherche dans le domaine de la gestion des ressources humaines. Nous considérons que ces variables ont une influence sur l'investissement du salarié en actions de son entreprise.

Hypothèse I.1 (H.I.1) : Toutes choses étant égales par ailleurs, les **attitudes au travail** positives des salariés ont un effet positif sur leur investissement en actions de leur entreprise.

Outre les variables relatives aux attitudes au travail étudiées par la littérature sur les effets incitatifs de l'actionnariat salarié, la satisfaction à l'égard de l'actionnariat salarié peut être considérée comme un déterminant des effets incitatifs. Cette même satisfaction peut conduire les salariés à renouveler des investissements en actions de leur entreprise.

Hypothèse I.2 (H.I.2) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **satisfaction à l'égard de l'actionnariat salarié** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Les modèles intrinsèque, instrumental et extrinsèque ont été évoqués dans le premier chapitre. Leur hypothèse de base indique que les effets bénéfiques sur les attitudes au travail des salariés proviennent du statut d'actionnaire salarié, de la participation aux décisions perçue par le salarié du fait de l'actionnariat salarié ainsi que de la valeur financière de l'actionnariat d'entreprise. Nous en déduisons les hypothèses suivantes.

Le modèle intrinsèque stipule que le seul fait d'être propriétaire de l'entreprise, c'est-à-dire le statut d'actionnaire salarié, a une influence sur les attitudes au travail des salariés. Nous avons constaté que les tests empiriques de ce modèle ne mettent pas en évidence l'influence du sentiment de propriété des salariés. Or, le sentiment de propriété ou le statut d'actionnaire salarié présente des difficultés de mesure. Dans le cas d'une décision d'investissement en

¹⁷⁴Les hypothèses de recherche présentées dans ce paragraphe sont numérotées « hypothèse I.[n°] » en référence au chapitre I.

actions de l'entreprise, la volonté de devenir propriétaire de l'entreprise peut constituer une motivation lors de l'investissement initial en actions de l'entreprise.

Hypothèse I.3 (H.I.3) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la volonté d'acquérir le **statut d'actionnaire salarié** a un effet positif sur l'investissement initial en actions de l'entreprise.

Le modèle instrumental postule que la participation aux décisions perçue par les salariés du fait d'un investissement en actions de l'entreprise a un effet positif sur les attitudes au travail des salariés. Nous considérons que l'influence perçue sur les décisions liée à l'actionnariat salarié peut motiver cette forme d'investissement.

Hypothèse I.4 (H.I.4) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **participation aux décisions perçue par le salarié** du fait de l'actionnariat salarié a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Compte tenu des tests empiriques du modèle extrinsèque, ce dernier recèle le plus grand pouvoir explicatif des attitudes au travail des salariés. Il met l'accent sur les gains financiers résultant de l'actionnariat salarié. Les mesures utilisées par la littérature portent essentiellement sur des gains passés réalisés. Nous pouvons rapprocher cette hypothèse de celle d'extrapolation excessive.

Hypothèse I.5 (H.I.5) : Toutes choses étant égales par ailleurs, **les gains réalisés issus de l'actionnariat salarié** ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Dans la section suivante, nous abordons les hypothèses issues de la revue de littérature sur les effets de l'actionnariat salarié pour l'entreprise.

1.1.2. Hypothèses issues de la littérature sur les effets de l'actionnariat salarié pour l'entreprise (Chapitre II)¹⁷⁵

Au sein du deuxième chapitre, nous avons regroupé les effets de l'actionnariat salarié pour l'entreprise au sein de deux sections. La première s'intéressait aux effets de

¹⁷⁵ Les hypothèses de recherche présentées dans ce paragraphe sont numérotées « hypothèse II.[n°] » en référence au chapitre II.

l'actionnariat salarié en matière de gouvernance. La seconde portait sur les effets de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises. Nous suivons une démarche équivalente pour définir les hypothèses de recherche.

La première hypothèse porte sur les modalités d'exercice des droits de vote. Lorsque les actions de l'entreprise sont détenues au sein d'un PEE, les droits de vote leur étant attachés peuvent être exercés soit directement, soit indirectement¹⁷⁶. La première modalité permet aux salariés d'exprimer directement leurs voix dans le cadre des assemblées générales d'actionnaires. Cette possibilité concrétise pour les actionnaires salariés l'élément formel de la participation aux décisions du fait de leur investissement.

Hypothèse II.1 (H.II.1) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **possibilité d'exercice direct des droits de vote** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Le maintien de la stabilité du capital est un argument permettant de justifier l'actionnariat d'entreprise vis-à-vis des salariés. Les risques de prises de contrôle hostiles diminuent en effet du fait de l'actionnariat salarié. Une prise de contrôle s'associant le plus souvent à la poursuite d'économies d'échelle et à des réductions d'effectifs, les salariés peuvent la considérer comme une menace pour leur emploi.

Hypothèse II.2 (H.II.2) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **risque de prise de contrôle hostile** d'une entreprise a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Nous avons indiqué précédemment que l'influence du capital humain spécifique pouvait être négative pour l'investissement en actions de l'entreprise. Cet investissement occasionne en effet un coût du fait de la concentration des risques sur un seul actif. Si l'on considère que le capital humain spécifique se développe au fil de la carrière des salariés, l'ancienneté peut être considérée comme une mesure de ce concept (Becker, 1964, Blair, 1999, Degeorge, *et al.*, 2004). Or, si l'ancienneté est considérée comme un proxy de la familiarité du salarié, elle peut avoir un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Nous abordons à nouveau les hypothèses concernant l'ancienneté dans la section suivante dans le cadre des caractéristiques démographiques des salariés.

La seconde section du chapitre consacrée aux effets de l'actionnariat salarié pour l'entreprise s'intéressait au lien entre actionnariat salarié et performance. Nous avons indiqué que nous postulions une causalité inversée en supposant non pas que l'actionnariat salarié entraînait la performance mais plutôt que la performance entraînait l'actionnariat salarié. Une telle proposition peut se justifier tout d'abord au niveau du choix de l'entreprise d'investir dans le développement de l'actionnariat salarié en y consacrant une partie des flux de trésorerie issus de performances accrues. Nous nous intéressons à cette proposition du point de vue du salarié qui, observant les performances accrues de son entreprise, souhaiterait en bénéficier en investissant en actions de son entreprise.

Hypothèse II.3 (H.II.3) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **performance de l'entreprise** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Dans la section suivante, nous formulons les hypothèses issues de la revue de littérature sur les choix d'investissement des salariés.

1.1.3. Hypothèses issues de la littérature sur les choix d'investissement des salariés (Chapitre III)¹⁷⁷

La revue de littérature sur les choix d'investissement des salariés s'inspirait principalement des recherches conduites aux Etats-Unis dans le cadre des fonds de retraite *401(k)*. Cette littérature nous a permis de situer les arguments théoriques dans le cadre du débat théorique entre finance comportementale et théorie du portefeuille. Ces fonds autorisent les abondements de l'employeur. Nous avons notamment constaté que le fait de limiter les abondements aux fonds d'actionnariat salarié incitait l'investissement en actions de l'entreprise. En France, les abondements obéissent à des logiques similaires. Nous avons indiqué que les *401(k)* différaient des PEE de par leur objet mais aussi par l'impossibilité d'organiser des ACRS en leur sein. Dans le cadre des ACRS, la décote s'ajoute aux compensations financières versées aux salariés. Que ce soit dans le cadre du PEE ou d'une opération d'ACRS, lorsqu'ils doivent réaliser un choix parmi plusieurs offres de placement,

¹⁷⁶Voir *infra* p. 28.

¹⁷⁷Les hypothèses de recherche présentées dans ce paragraphe sont numérotées « hypothèse III.[n°] » en référence au chapitre III.

les salariés privilégient celles leur permettant de bénéficier de l'abondement ou de la décote les plus élevés.

Hypothèse III.1 (H.III.1) : Toutes choses étant égales par ailleurs, les salariés optent pour l'actionnariat salarié s'il fait l'objet d'un **abondement** ou d'une **décote**.

L'extrapolation excessive est un biais cognitif explicatif des investissements en actions de l'entreprise. Ce phénomène doit être rapproché d'une des hypothèses formulées précédemment. Elle concerne les gains réalisés grâce à l'investissement en actionnariat salarié. Ces gains sont principalement issus des rentabilités positives du cours de l'action de l'entreprise.

De plus, la loyauté des salariés vis-à-vis de leur entreprise influence leurs choix d'investissement. En conséquence, nous formulons l'hypothèse suivante.

Hypothèse III.2 (H.III.2) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **loyauté** des employés vis-à-vis de leur entreprise a un effet positif sur les investissements en actions de l'entreprise.

La revue de littérature a permis d'analyser les heuristiques de diversification. Elles sont pour la plupart liées au nombre de possibilités d'investissement proposées. On peut donc considérer que le nombre de choix proposés a un effet sur l'investissement en actionnariat salarié. En revanche, deux explications théoriques s'opposent sur le sens de la relation. Tout d'abord, la diversification naïve suppose que le nombre de fonds proposés en dehors de l'actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement dans ce dernier actif (Benartzi & Thaler, 2001). A l'inverse, Liang & Weisbenner (2002) indiquent que l'augmentation du nombre de fonds peut encourager les salariés exposés à une surcharge de choix à s'orienter vers les fonds d'actionnariat salarié dont ils sont plus familiers. Dans ce cas, le nombre de fonds aurait un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Compte tenu de ces divergences, nous ne précisons pas le sens de la relation concernant le nombre de fonds et considérons que le sens de la relation empirique permettra de corroborer l'un des arguments théoriques.

Hypothèse III.3 (H.III.3) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **nombre de fonds** a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Nous abordons ci-après les caractéristiques démographiques des salariés.

L'importance du patrimoine est susceptible d'avoir une importance positive sur l'investissement en actions de l'entreprise en valeur absolue. A mesure que le patrimoine augmente, l'aversion absolue envers le risque diminue¹⁷⁸.

Hypothèse III.4 (H.III.4) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **patrimoine des salariés** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

La composition du patrimoine doit elle aussi être prise en compte. Une plus grande part relative du patrimoine investie dans des actifs risqués devrait avoir pour conséquence de décourager l'investissement en actions de l'entreprise.

Hypothèse III.4.a (H.III.4.a) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **concentration du patrimoine en actionnariat salarié** a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Le niveau du salaire constitue une contrainte de liquidité à court terme pour les salariés souhaitant investir en actions de leur entreprise. Lorsque la rémunération est très faible, le coût d'opportunité de l'épargne salariale devient très important. Pour les salaires les plus élevés, les conditions fiscales du PEE sont très attrayantes. Dans une certaine limite légale, elles permettent en effet la défiscalisation d'une partie des revenus.

Hypothèse III.5 (H.III.5) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **rémunération** des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Les arguments théoriques exposés précédemment stipulent que les hommes ont davantage tendance que les femmes à investir dans des actifs risqués. En particulier, Barber & Odean (2001) indiquent que les hommes, mus par un excès de confiance, investissent davantage dans des actifs risqués.

¹⁷⁸Blume et Friend (1975) et Cohn, *et al.* (1975) constatent empiriquement l'existence d'une aversion absolue envers le risque décroissante des investisseurs individuels.

Hypothèse III.6 (H.III.6) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d’être **un homme** a un effet positif sur l’investissement en actions de l’entreprise.

Le statut marital peut être source de diversification du portefeuille du foyer. En effet, l’exposition relative envers le risque est limitée du fait de l’existence d’autres sources de revenus au sein du foyer.

Hypothèse III.7 (H.III.7) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d’être **marié(e)** a un effet positif sur l’investissement en actions de l’entreprise.

L’influence de l’âge sur les décisions d’investissement a fait l’objet de plusieurs travaux. Les investissements en actifs risqués diminueraient à l’approche de la retraite et donc avec l’âge des salariés. Or, les disponibilités des salariés les plus jeunes sont plus faibles. L’évolution du patrimoine peut donc suivre une courbe en cloche. Cette influence non linéaire peut être prise en compte. Dans le cadre de notre recherche, l’âge peut avoir plusieurs interprétations différentes. S’il peut témoigner de la proximité du départ en retraite, il peut aussi être corrélé avec la détention d’actifs financiers et l’importance du capital humain accumulé (Degeorge, *et al.*, 2004; p. 181).

Hypothèse III.8 (H.III.8) : Toutes choses étant égales par ailleurs, l’**âge** des salariés a une influence sur l’investissement en actions de l’entreprise.

Dans la section précédente, nous avons indiqué que la spécificité du capital peut être mesurée grâce à l’ancienneté. Or, l’ancienneté peut être considérée comme un proxy de la familiarité du salarié vis-à-vis de son entreprise. Le biais de familiarité suppose que les salariés ont tendance à investir dans les actifs qu’ils estiment connaître le mieux. Les actions de leur entreprise sont les actifs dont ils se sentent les plus familiers. Pendleton (2006) considère en effet que la familiarité vis-à-vis de l’entreprise augmente avec l’ancienneté. Compte tenu de ces divergences, l’hypothèse liée à l’ancienneté ne postule pas de sens de relation.

Hypothèse III.9 (H.III.9) : Toutes choses étant égales par ailleurs, l’**ancienneté** a une influence sur l’investissement en actions de l’entreprise.

L'analyse de la littérature indique que d'autres caractéristiques de l'entreprise doivent être prises en compte. La taille de l'entreprise peut tout d'abord avoir un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Hypothèse III.10 (H.III.10) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **taille de l'entreprise** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

L'importance que revêt l'actionnariat salarié pour l'entreprise peut différer selon son secteur d'appartenance. En effet, les enjeux de l'actionnariat en terme de ressources humaines sont différents pour une entreprise de services ou une entreprise industrielle.

Hypothèse III.11 (H.III.11) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **secteur d'appartenance** de l'entreprise a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

La participation aux opérations d'actionnariat salarié, qu'elles soient courantes ou plus exceptionnelles nécessite que les salariés supportent un coût de recherche d'informations. Par la mise en œuvre d'une politique de communication adéquate, l'entreprise peut favoriser une plus grande participation de ses salariés aux opérations d'actionnariat salarié.

Hypothèse III.12 (H.III.12) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **politique de communication de l'entreprise en matière d'actionnariat salarié** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Dans la section suivante, nous formulons les hypothèses issues de l'étude qualitative.

1.1.4. Hypothèses issues du modèle théorique (Chapitre IV)¹⁷⁹

Le modèle théorique nous a permis de montrer l'existence d'un niveau optimal d'actionnariat salarié. Pour se faire, plusieurs variables ont été retenues dans la construction du modèle.

¹⁷⁹Les hypothèses de recherche présentées dans ce paragraphe sont numérotées « hypothèse IV.[n°] » en référence au chapitre IV.

Dès le troisième chapitre, nous avons évoqué l'importance des contributions versées par l'employeur. En prenant en compte le caractère incitatif de l'actionnariat salarié dans le modèle, nous avons constaté qu'il existait un niveau optimal de décote versée au salarié.

Hypothèse IV.1 (H.IV.1) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **niveau de la décote ou de l'abondement versé en actions de l'entreprise** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Nous avons ensuite tenu compte des caractéristiques de l'action de l'entreprise. Ces caractéristiques concernent l'espérance de rentabilité et le risque de l'entreprise.

Hypothèse IV.2 (H.IV.2) : Toutes choses étant égales par ailleurs, **l'espérance de rentabilité de l'action de l'entreprise** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Hypothèse IV.3 (H.IV.3) : Toutes choses étant égales par ailleurs, **l'écart type des rentabilités de l'action de l'entreprise** a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Le coefficient d'aversion pour le risque caractérise un investisseur rationnel confronté à la construction d'un portefeuille optimal au sens de Markovitz (1952). Une aversion pour le risque élevée a pour effet de diminuer l'utilité procurée par la détention d'actions de l'entreprise.

Hypothèse IV.4 (H.IV.4) : Toutes choses étant égales par ailleurs, **l'aversion pour le risque** a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

1.1.5. Hypothèses issues de l'étude qualitative (Chapitre V)¹⁸⁰

Les résultats de la phase qualitative nous ont permis de rapprocher les discours d'experts de l'épargne salariale de ceux de salariés d'entreprises proposant des formules d'actionnariat salarié. Cette démarche nous a permis d'explorer la problématique dans le

¹⁸⁰Les hypothèses de recherche présentées dans ce paragraphe sont numérotées « hypothèse V.[n°] » en référence au chapitre V.

contexte spécifique de l'épargne salariale française. Afin d'expliquer les investissements des salariés en actions de leur entreprise, nous avons regroupé les catégories dégagées de l'étude au sein de quatre rubriques : les augmentations de capital réservées aux salariés, l'épargne salariale, les caractéristiques de l'entreprise et celles des salariés.

Afin de tirer de cette phase qualitative des hypothèses répondant de façon exhaustive à notre problématique, nous adoptons une démarche systématique permettant de synthétiser les résultats exploratoires. La démarche retenue pour la détermination des hypothèses est la suivante. Dans la conclusion du précédent chapitre, nous avons mis l'accent sur le rapprochement des analyses de contenu thématiques conduites auprès des deux populations. Nous considérons d'une part que la fréquence des citations témoigne de l'importance d'une catégorie pour la compréhension de notre problématique, d'autre part que cette importance était augmentée lorsque cette catégorie était présente dans les discours des deux populations. Nous formulons donc une première série d'hypothèses en retenant les catégories principales citées par les deux populations¹⁸¹. Certaines catégories issues de l'analyse de contenu sont de nature plus générique¹⁸². Elles regroupent des sous-catégories qui font l'objet de formulations d'hypothèses lorsque ces sous-catégories sont citées par les deux populations et lorsque leur fréquence de citations est suffisamment importante. Nous fondons ce dernier critère sur une démarche systématique. On remarque que des sous-catégories font l'objet d'un nombre plus élevé de citations que certaines catégories. Parmi les sous-catégories les plus fréquemment citées, nous retenons celles qui font l'objet d'un nombre total de citations plus élevé que la catégorie faisant l'objet du nombre de citations le plus faible de la section. Nous pouvons illustrer cette démarche par un exemple. Au sein de la section « caractéristiques de l'entreprise », la catégorie « extrapolation excessive » fait l'objet du plus faible nombre de citations avec 17 citations. Or, la sous-catégorie position ou métier, fait l'objet de 21 citations. Le critère énoncé ci-dessus nous conduit à considérer que la sous-catégorie position ou métier peut faire l'objet d'une hypothèse de recherche. Dans tous les cas, nous tirons une hypothèse de recherche issue de l'analyse de contenu uniquement lorsque celle-ci n'a pas déjà été mise en lumière par la revue de littérature.

Le chapitre V a mis l'accent sur l'importance des ACRS pour le développement des investissements en actionnariat d'entreprise. Ces ACRS témoignent de la volonté des entreprises qui les mettent en œuvre de développer cette forme d'épargne.

¹⁸¹Voir les figures comparant les catégories pour chacune des sections dans la conclusion du précédent chapitre.

¹⁸²Notamment caractéristiques des ACRS, caractéristiques des entreprises et des salariés.

Hypothèse V.1 (H.V.1) : Toutes choses étant égales par ailleurs, les **augmentations de capital réservées aux salariés** ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

La fréquence de ces opérations est citée par les experts et les salariés interrogés lors de l'étude qualitative. Elles donnent aux salariés plusieurs occasions de souscrire des actions de l'entreprise à des conditions préférentielles. Elles permettent par ailleurs aux salariés de bénéficier d'effet d'apprentissage en diminuant leur coût de recherche d'informations. La fréquence des opérations peut donc être considérée comme ayant une influence positive sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Hypothèse V.1.a (H.V.1.a) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **fréquence des augmentations de capital réservées aux salariés** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Nous avons constaté que plusieurs outils permettent d'inciter les salariés à souscrire des actions de leur entreprise dans le cadre de ces opérations. Outre la décote sur le cours de l'action et la politique de communication évoquées précédemment (Hypothèse III.1), les conditions de souscription constituent une sous-catégorie fréquemment citée mais elles font référence à des contraintes légales avec lesquelles les entreprises ne peuvent transiger¹⁸³. Ne pouvant pas faire l'objet d'une hypothèse falsifiable (ces conditions sont toujours réunies), les conditions de souscription ne donnent pas lieu à une hypothèse. En revanche, la présence de fonds à effet de levier, les facilités de règlement des souscriptions d'actions ainsi que la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée stimulent l'actionnariat salarié.

Hypothèse V.1.b (H.V.1b) : Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, la **présence de fonds à effet de levier** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

L'origine des versements est une catégorie fréquemment citée par les individus interrogés. En effet, les principaux versements effectués dans le PEE proviennent des primes d'intéressement et de participation versées par l'entreprise d'après les statistiques de

¹⁸³L'ancienneté minimale nécessaire pour pouvoir participer à une augmentation de capital est définie par la loi. Les frais de transaction doivent par ailleurs être pris en charge par l'entreprise.

l'AMF¹⁸⁴. On considère que l'importance de ces primes conditionne ainsi celle des investissements dans le PEE toutes catégories de fonds confondues. L'effet sur l'investissement en actions de l'entreprise est donc indirect. En revanche, dans le cadre des ACRS, l'entreprise peut autoriser ses salariés à utiliser l'épargne salariale constituée la même année pour financer leur souscription. Dans ce cas précis, les primes d'intéressement et de participation ont un effet direct sur l'investissement en actions de l'entreprise. En conséquence, nous formulons l'hypothèse suivante.

Hypothèse V.1.c (H.V.1.c) : Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, **l'octroi de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Lors d'une ACRS, une entreprise peut proposer à ses salariés des facilités de règlement. Nous avons constaté que ces modalités de paiement des souscriptions pouvaient notamment prendre la forme de règlement en plusieurs fois sans frais. Ces facilités ont pour effet de stimuler la participation des salariés. Nous formulons donc l'hypothèse suivante concernant les facilités de règlement.

Hypothèse V.1.d (H.V.1.d) : Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, **les facilités de règlement** ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Les possibilités d'arbitrage ou de transfert au sein du PEE peuvent être restreintes par l'employeur. Le paramétrage des possibilités d'arbitrage a pour effet de verrouiller des fonds au sein d'un FCPE ou d'empêcher les transferts en direction d'un fonds. En matière d'actionnariat salarié, le verrouillage des retraits des FCPE d'actionnariat salarié a une influence positive sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Hypothèse V.2 (H.V.2) : Toutes choses étant égales par ailleurs, **l'impossibilité de retirer les fonds précédemment investis dans les FCPE d'actionnariat salarié** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Nous avons mis en évidence certaines des caractéristiques des entreprises et des salariés qui influencent l'investissement en actions de l'entreprise. Nous avons mentionné

¹⁸⁴Voir *infra* p. 35.

plusieurs des caractéristiques de l'entreprise pouvant être déterminantes de l'investissement en actions de l'entreprise. Elles ont notamment trait à la gouvernance (participation perçue aux décisions, exercice des droits de vote, risque de prise de contrôle et capital humain) et au couple rentabilité / risque caractérisant l'action de l'entreprise. La sous-catégorie « évolutions de la valeur » (issue de la catégorie « caractéristiques générales de l'entreprise ») caractérise la prise en compte par les salariés des caractéristiques de risque (Hypothèse IV.3). Les citations des salariés ont par ailleurs mis l'accent sur les performances et ratios de gestion de l'entreprise. Nous trouvons dans cette sous-catégorie une première justification de notre démarche consistant à prendre en compte les variables dépendantes de l'actionnariat salarié (attitudes au travail et performance de l'entreprise) comme des déterminants de l'investissement en actions de l'entreprise (Hypothèse II.4). Le contexte de l'entreprise est une catégorie ayant émergé de la partie qualitative. Elle fait notamment référence à une situation de privatisation ou d'entrée en bourse.

Hypothèse V.3 (H.V.3) : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **contexte de l'entreprise** a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Les citations des salariés et des experts convergent sur le rôle des syndicats. Compte tenu de la position de la plupart des syndicats représentatifs français concernant l'actionnariat salarié, nous considérons que l'action syndicale a un effet négatif sur l'investissement en actionnariat salarié.

Hypothèse V.4 (H.V.4) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **présence de représentants du personnel affiliés à un syndicat représentatif opposé à l'actionnariat salarié** a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Parmi les caractéristiques des salariés ayant une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise, les salariés et experts interrogés citent les connaissances financières ainsi que la position hiérarchique. Les premières permettent aux salariés de mieux appréhender les risques auxquels ils sont confrontés en investissant en actions de leur entreprise. Ces connaissances leur permettent de mieux envisager les perspectives d'évolution de la valeur de l'action. Or, les évaluations des coûts de sous-diversification ne sont nulles qu'en de rares circonstances.

Hypothèse V.5 (H.V.5) : Les **connaissances financières** ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

L'influence de la position hiérarchique peut provenir de la meilleure information des salariés sur les perspectives d'évolution de la valeur de l'action. Mais elle peut aussi refléter l'adhésion au projet de l'entreprise des cadres qui ont vocation à relayer ce projet auprès de leurs subordonnés. Dans le premier cas, l'incidence peut être positive ou négative selon la nature de l'information privilégiée détenue. Dans le second, elle est positive.

Hypothèse V.6 (H.V.6) : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **position hiérarchique** a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Plusieurs caractéristiques des salariés ont été mises en exergue par l'étude qualitative. La catégorie « attitudes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise » semble renforcer l'intérêt de la démarche présentée en début de section. Nous avons considéré que les attitudes au travail des salariés retenues par la littérature comme des variables dépendantes de l'actionnariat salarié peuvent aussi contribuer à expliquer les choix d'investissement des salariés concernant les actions de leur entreprise. La problématique de la causalité entre actionnariat salarié et performance se retrouverait donc au niveau individuel. Nous pourrions la formuler ainsi : les attitudes au travail des salariés sont-elles améliorées du fait de leur investissement en actionnariat salarié ou les salariés investissent-ils davantage en actions de leur entreprise lorsque leurs attitudes sont positives ? Ce résultat de la phase qualitative nous permet de formuler une hypothèse inversant le sens de relation testée par la littérature (Hypothèse I.1).

Des sous-catégories ont précédemment fait l'objet d'hypothèses. On peut apparenter les sous-catégories « sentiment gagnant / perdant », « regret », à la satisfaction à l'égard de l'actionnariat salarié (Hypothèse I.2). Les attitudes au travail évoquées précédemment (Hypothèse I.1) recouvrent des concepts dégagés de l'étude qualitative tels que les anticipations, l'implication, l'intention de départ, le détachement, l'opinion sur l'entreprise, l'intérêt pour la vie de l'entreprise. Plusieurs des sous-catégories mentionnées peuvent enfin être rapprochées d'attitudes liées au statut d'actionnaire salarié (Hypothèse I.3). La sous-catégorie « patrimoine » issue de l'étude qualitative a déjà fait l'objet d'une hypothèse (Hypothèse III.4). En ce qui concerne les besoins et les projets des salariés, ils peuvent être appréhendés grâce à l'âge comme l'indique la théorie du cycle de vie du portefeuille

(Hypothèse III.8). C'est notamment la raison pour laquelle il convient d'intégrer l'influence non linéaire de l'âge.

Dans la section suivante, nous présentons les hypothèses de recherche testées dans le cadre des analyses quantitatives.

1.2. Hypothèses de recherche testées

Du fait des contraintes des données utilisées dans le cadre des analyses quantitatives, nous proposons de tester plusieurs des hypothèses formulées dans le paragraphe précédent. Les analyses quantitatives réalisées utilisent les données relatives aux investissements en actionnariat salarié de près de 45 000 salariés d'une banque française cotée. Plusieurs des hypothèses non testées auraient nécessité le recours à la construction d'échelles de mesures psychométriques. Or, du fait de la confidentialité des coordonnées des salariés de notre échantillon, nous n'avons pas été en mesure de diffuser un questionnaire dont les résultats auraient pu être rapprochés des données recueillies. De plus, la problématique de notre recherche nous conduit à nous intéresser aux investissements effectifs des salariés en actions de leur entreprise et non à des mesures de perception. Au cours des développements suivants, nous montrons dans quelle mesure la variance relative aux hypothèses non testées est contrôlée¹⁸⁵. Dans cette section, nous replaçons les hypothèses testées dans le cadre du débat théorique entre théorie du portefeuille et finance comportementale. Les hypothèses testées faisant référence à l'un de ces deux cadres théoriques, nous modifions la hiérarchisation des hypothèses en conséquence. La numérotation des hypothèses mentionne :

- H.TP.[n°] pour les hypothèses relatives à la théorie du portefeuille ;
- H.FC.[n°] pour les hypothèses relatives à la finance comportementale.

A l'issue de la présente section, nous présentons un tableau récapitulatif des hypothèses testées.

1.2.1. Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille

¹⁸⁵Voir *supra* p. 262.

Plusieurs des hypothèses énoncées précédemment peuvent être directement rattachées à la théorie du portefeuille. Il en est ainsi des hypothèses :

H.TP.1 : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **patrimoine des salariés** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.TP.2 : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **concentration du patrimoine en actionnariat salarié** a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.TP.3 : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **rémunération** des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.TP.4 : Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d'**être marié(e)** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.TP.5 : Toutes choses étant égales par ailleurs, l'**âge** des salariés a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.TP.6 : Toutes choses étant égales par ailleurs, l'**ancienneté** a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Par ailleurs, l'étude exploratoire a mis en évidence l'influence de la position hiérarchique, des fonds à effet de levier et de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée dans le cas des ACRS. On considère qu'un salarié caractérisé par une position hiérarchique élevée est susceptible de détenir des informations privilégiées concernant l'évolution à venir du cours de l'action de son entreprise. Concernant les fonds à effet de levier et la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée, ils ont pour effet d'augmenter la capacité d'épargne des salariés en offrant des opportunités d'endettement d'une part et en limitant le coût de l'épargne d'autre part.

H.TP.7 : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **position hiérarchique** a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.TP.8 : Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, la **présence de fonds à effet de levier** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.TP.9 : Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, l'**octroi de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

1.2.2. Décisions d'investissement des salariés et finance comportementale

Plusieurs des hypothèses énoncées précédemment peuvent être directement rattachées à la finance comportementale. Il en est ainsi des hypothèses :

H.FC.1 : Toutes choses étant égales par ailleurs, le **nombre de fonds** a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.FC.2 : Toutes choses étant égales par ailleurs, **les gains réalisés issus de l'actionnariat salarié** ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.FC.3 : Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d'**être un homme** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

En outre, l'étude exploratoire a mis en évidence l'influence de la fréquence des ACRS et des connaissances financières des salariés. La fréquence des ACRS se traduit par un effet d'opportunité. Nous anticipons que les salariés exposés à plusieurs offres d'actions décotées de leur entreprise souhaitent saisir cette opportunité. Concernant les connaissances financières des salariés, elles ne sont pas prises en compte par les modèles de choix rationnels qui ne tiennent pas compte des limites cognitives des investisseurs.

H.FC.4 : Toutes choses étant égales par ailleurs, la **fréquence des augmentations de capital réservées aux salariés** a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

H.FC.5 : Toutes choses étant égales par ailleurs, les **connaissances financières** ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

Le tableau suivant récapitule l'ensemble des hypothèses faisant l'objet d'un test.

Tableau 61 : Hypothèses de recherche testées

Numérotation	Hypothèses
H.TP.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le patrimoine des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, la concentration du patrimoine en actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, la rémunération des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être marié(e) a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' âge des salariés a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.6	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' ancienneté a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.7	Toutes choses étant égales par ailleurs, la position hiérarchique a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.8	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, la présence de fonds à effet de levier a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.TP.9	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, l' octroi de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.FC.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le nombre de fonds a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.FC.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, les gains réalisés issus de l'actionnariat salarié ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.FC.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être un homme a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.FC.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, la fréquence des augmentations de capital réservées aux salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.FC.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, les connaissances financières ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

2. Présentation, mesure et traitement des données

Dans la présente section, nous présentons les données utilisées ainsi que la mesure des variables permettant le test des hypothèses de la recherche.

2.1. Présentation de la source de données

Après avoir présenté la source de données, nous décrivons la démarche suivie pour construire la base de données.

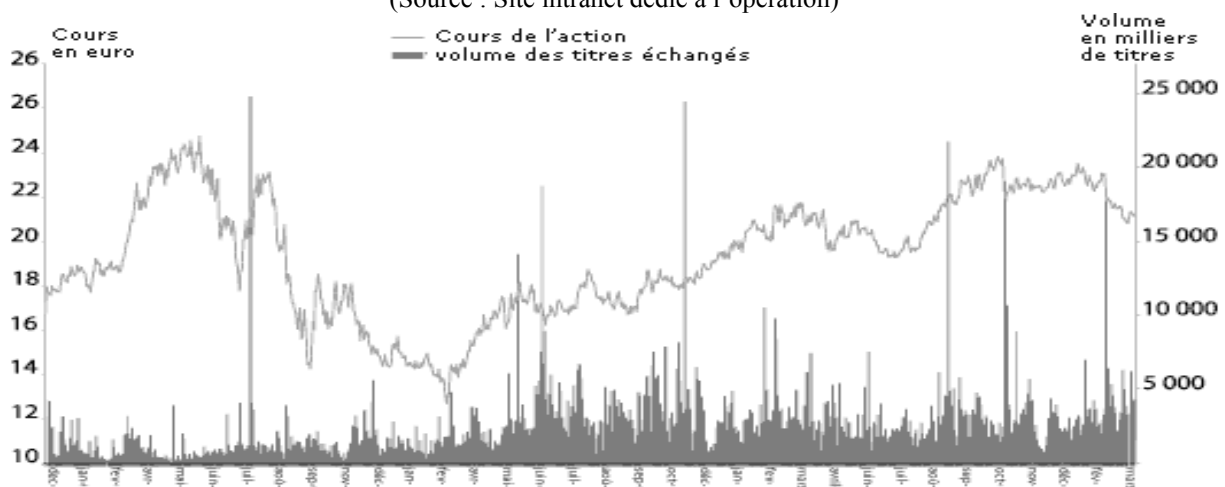
2.1.1. Source de données

Afin de tester les hypothèses de recherche, nous utilisons un échantillon de données portant sur les investissements des salariés en actionnariat salarié d'une entreprise française cotée sur l'indice CAC 40. Il s'agit d'une entreprise du secteur bancaire. Banker, *et al.* (1996) indiquent que les systèmes de rémunération variable tels que l'actionnariat salarié ont un rôle clé dans le processus de création de valeur du secteur bancaire. Renaud, *et al.* (2004) pensent par ailleurs que le secteur bancaire constitue un contexte approprié pour étudier les plans d'achat d'actions. Nous retenons un échantillon des salariés de cette entreprise. Nous nous intéressons particulièrement aux décisions d'investissement en actionnariat salarié dans le cadre d'une ACRS d'une part et dans le cadre des possibilités d'épargne salariale offertes par cette entreprise d'autre part.

Nos analyses quantitatives portent donc notamment sur une ACRS. Il s'agit de la troisième ACRS proposée par l'entreprise en quatre années. La fréquence a donc été d'une opération tous les deux ans. Le cours de l'action de cette entreprise a connu une forte progression au cours des années qui ont précédé l'opération (cf. figure ci-dessous). Cette précision est importante pour comprendre le comportement des salariés au regard du phénomène d'extrapolation excessive mis en lumière par Benartzi (2001).

En ce qui concerne le fonctionnement de l'épargne salariale au sein de ce groupe bancaire, chacune des filiales propose à ses salariés un menu de fonds différent dont le nombre et la composition peuvent varier. En revanche, toutes les filiales proposent des FCPE d'actionnariat salarié. Concernant la politique d'abondement, celle-ci ne se restreint pas aux seuls FCPE d'actionnariat salarié mais concerne toutes les catégories de fonds.

Figure 20 : Evolution du cours de l'action au cours des quatre années précédant l'opération
(Source : Site intranet dédié à l'opération)



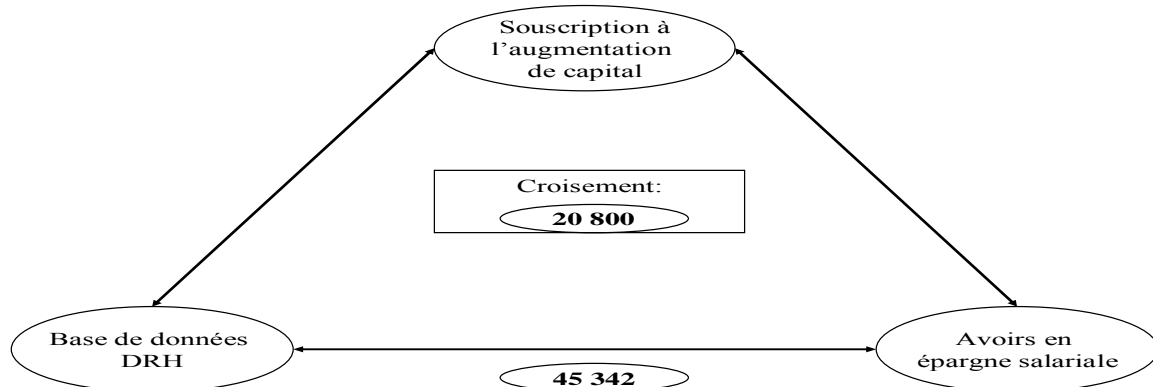
L'ACRS a été sur-souscrite par les salariés. Ces derniers bénéficiaient d'une décote de 20% sur le cours de l'action. Les sommes investies étaient bloquées durant cinq années dans le PEE. Plusieurs possibilités étaient offertes aux salariés. En ce qui concerne les supports d'investissement proposés, les salariés pouvaient tout d'abord souscrire des actions via un FCPE « classique » investi en actions de l'entreprise. Ils pouvaient en outre choisir de souscrire à l'ACRS dans le cadre d'un FCPE à « effet de levier ». Les capitaux investis dans le FCPE à effet de levier ne faisaient pas l'objet d'une garantie du capital investi. Afin de financer leur souscription, les salariés pouvaient reverser des fonds déjà épargnés dans le PEE au cours de la même année. Ces sommes provenaient essentiellement des primes d'intéressement et de participation. Les salariés pouvaient par ailleurs financer leur souscription par simple prélèvement bancaire. La politique de communication a mobilisé plusieurs supports. Plus de 300 salariés ont assuré des relais au sein des filiales de l'entreprise. Les informations concernant les modalités de souscription ont été diffusées par le réseau intranet et grâce à des prospectus. Un simulateur était mis à la disposition des salariés sur le site intranet. Il leur permettait de projeter les gains réalisés en fonction, des limites légales, du montant investi et des supports d'investissement (fonds classique ou fonds à effet de levier). Aucune facilité de règlement n'était accordée aux salariés dans le cadre de cette opération. Compte tenu des autres versements réalisés durant les mois de l'année précédant l'ACRS et de la réglementation en vigueur, l'investissement des salariés était limité au quart de leur rémunération brute annuelle. Une seconde limite était imposée aux sommes investies. Ces dernières devaient être supérieures à 20 euros et ne pouvaient dépasser 40 000 euros. Concernant la gestion plus courante (en dehors des ACRS) de l'épargne salariale, nous précisons que l'entreprise concernée abonde toutes les catégories de FCPE proposées. En ce qui concerne les arbitrages au sein de l'épargne salariale, les seules restrictions concernent les FCPE issus des ACRS précédentes. Les sommes qui ont été investies dans ces fonds ne peuvent être transférées vers d'autres FCPE multi-entreprises au prétexte qu'elles ont fait l'objet de décote sur le cours des actions souscrites.

2.1.2. Construction de la base de données

La base de données utilisée pour les analyses quantitatives est le fruit du rapprochement de trois sources de données. Ces rapprochements ont été réalisés à l'aide d'un logiciel de gestion de bases de données relationnelles. Nous avons tout d'abord récolté les données personnelles des salariés contenues dans la base de données de la direction des

ressources humaines de l'entreprise. Le groupe bancaire considéré délègue la gestion de l'épargne salariale de ses salariés à sa filiale teneuse de comptes et conservatrice de parts en épargne salariale. Les données recueillies auprès de cette filiale sont rapprochées de celles de la direction des ressources humaines. Enfin, une seconde filiale du groupe effectue les transactions relatives à l'opération d'ACRS réalisée par le groupe en 2005. Plusieurs retraitements ont été effectués sur les données afin d'obtenir la base de données définitive. Des individus sont en effet exclus de l'analyse en tenant compte de deux critères. Le premier est celui de l'éligibilité aux plans d'épargne salariale de l'entreprise. Les données concernant les stagiaires et les auxiliaires de vacances sont particulièrement concernées. Par ailleurs, les salariés étrangers sont retirés de la base de données. Ces derniers peuvent détenir des actions de l'entreprise mais dans le cadre juridique spécifique de leur pays d'origine lorsque cela est prévu par l'entreprise. Ils peuvent par ailleurs détenir des actions de l'entreprise dans le cadre de comptes individuels nominatifs qui ne leur permettent pas de bénéficier d'avantages équivalents à ceux octroyés au travers du PEE français. Compte tenu de ces deux critères, environ 15 000 salariés sont exclus de l'analyse. A l'issue des divers croisements et retraitements, nous obtenons les données relatives à 45 342 salariés français du groupe bancaire. Au sein de cette population, 20 800 ont participé à l'ACRS soit un taux de participation de 46 %. La figure ci-dessous présente un schéma récapitulatif des rapprochements effectués.

Figure 21 : Construction de la base de données



2.2. Mesure des variables

Nous présentons tout d'abord les variables dont l'influence est mesurée dans le cadre des analyses quantitatives. Les données font l'objet de traitements préalables. Ces traitements

concernent l'analyse des valeurs manquantes, la détection des valeurs extrêmes, l'analyse et les transformations utilisées afin de préparer les données aux analyses multivariées.

2.2.1. Présentation des variables

Nous présentons tout d'abord les variables dépendantes et les variables indépendantes retenues pour les analyses.

2.2.1.1. Variables dépendantes : trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié

L'objectif de notre recherche est d'expliquer les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise. Pour se faire, nous adoptons une démarche consistant à mesurer cette variable dépendante de plusieurs façons :

- a. L'investissement en actions de l'entreprise peut tout d'abord se comprendre comme un choix binaire. De ce point de vue, le salarié décide d'investir ou de ne pas investir en actions de son entreprise et la variable dépendante est binaire.
- b. Une fois prise la décision d'investir en actions de l'entreprise, le salarié choisit le montant qu'il souhaite investir en actionnariat salarié. Cette seconde phase de la décision suppose que la variable soit continue et mesurée par un montant.
- c. La décision d'investir porte sur la part de son portefeuille que le salarié souhaite investir en actions de son entreprise. La mesure de cette variable dépendante est une grandeur relative.
- d. Lorsque ces choix sont opérés, un salarié peut décider de transférer ses avoirs vers d'autres supports d'investissement dans la mesure où cette possibilité lui est offerte par son employeur. Or, la littérature indique que les salariés effectuent très peu de transferts au sein des plans d'épargne salariale.

Comme indiqué précédemment, nous nous intéressons notamment au cas d'une ACRS. La phase de recherche exploratoire a mis en exergue l'importance de ces opérations pour le

développement des investissements de l'actionnariat salarié. Elles sont organisées à une date communiquée à l'ensemble des salariés. Tous les salariés doivent prendre leur décision d'investissement dans la même période de temps¹⁸⁶. Etudier une ACRS permet donc de limiter l'influence d'effets périphériques susceptibles d'introduire des éléments de variance non mesurés par les analyses. En dehors des ACRS, les salariés peuvent effectuer des versements sur les FCPE d'actionnariat salarié à tout moment. Une première phase de la recherche consiste à mesurer les deux premiers types de décision des salariés dans le cadre d'une ACRS (a. et b.). Nous adoptons les mesures suivantes.

La variable mesurant **la participation à l'ACRS** est une variable binaire. Elle est codée 1 pour les salariés ayant participé, 0 pour les salariés n'ayant pas participé. Le tableau suivant présente la fréquence de participation des salariés de la population.

Tableau 62 : Statistiques descriptives : Variable dépendante – participation à l'ACRS

	Fréquence	%
Non Participants	24 542	54,1
Participants	20 800	45,9

La variable mesurant l'intensité de l'investissement ou la somme investie par les salariés est une variable métrique. Elle est mesurée par **le montant investi dans l'augmentation de capital en euros**. Le tableau ci-dessous présente les statistiques descriptives relatives à cette variable.

Tableau 63 : Statistiques descriptives : Variable dépendante – montant souscrit à l'ACRS

	N	Min	Max	Moyenne	Ecart type	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
TOTALAK	20 800	20	40 000	8 703	7 646	2,10*	5,26*

*p < 0,05 ; **p < 0,01.

Les données recueillies concernent par ailleurs la répartition des avoirs en épargne entreprise (PEE, PERCO et CCB) des salariés du groupe bancaire. De ces données nous pouvons déduire la part du portefeuille d'épargne salariale investie en actions de l'entreprise afin de mesurer le troisième type de décision d'investissement en actions de l'entreprise mentionné ci-dessus (c.). Nous adoptons la mesure suivante.

¹⁸⁶Dans le cas de l'ACRS étudiée, les salariés devaient communiquer leur formulaire de souscription au cours d'une période de 17 jours.

La variable mesurant la concentration du portefeuille d'épargne salariale en actions de l'entreprise est une variable métrique. Il s'agit de **la proportion du portefeuille d'épargne salariale investie en actionnariat salarié après l'augmentation de capital.**

Tableau 64 : Statistiques descriptives : Variable dépendante – proportion du portefeuille d'épargne salariale investie en actionnariat salarié après l'ACRS

	N	Min	Max	Moyenne	Ecart type	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
%AS2	45342	0	1	0,44	0,33	- 0,01**	- 1,31*

*p < 0,05 ; **p < 0,01.

Les trois variables mentionnées ci-dessus sont les principales variables nous permettant de rendre compte de trois des quatre dimensions de la décision d'investissement des salariés en actions de leur entreprise mentionnées ci-dessus.

2.2.1.2. Variables indépendantes

La base de données concernant les salariés du groupe bancaire nous permet de tester plusieurs hypothèses de notre recherche. Les variables dont nous disposons sont :

- L'âge (codé AGE) ;
- L'ancienneté (codé ANC) ;
- Le nombre de FCPE proposés par la filiale d'appartenance du salarié (codé DES pour *design*) ;
- Le montant total des encours en épargne salariale (codé ES) ;
- L'épargne salariale arrivant à échéance de blocage en 2010 (codé ES2010) ;
- Le montant investi dans le fonds à effet de levier (codé LEV) ;
- Le rang hiérarchique (codé RANG) ;
- La rémunération fixe annuelle (codé RFA) ;
- Le montant total investi en actions de l'entreprise (codé TOTALAS) ;
- La proportion de l'épargne salariale investie en actionnariat salarié avant l'augmentation de capital (codé %AS) ;
- La connaissance financière (codé ACT) ;
- La présence du salarié dans les effectifs lors des ACRS précédentes (ANC2) ;
- La participation à l'opération dans le cadre du fonds à effet de levier (LEV2) ;
- Le statut marital (codé MAR) ;
- Le sexe (codé SEX) ;

L'âge (AGE) et l'ancienneté (ANC) sont mesurés en années. Chaque filiale de la banque peut proposer un nombre de fonds (DES) différent à ses salariés. Selon la filiale à laquelle ils appartiennent, les salariés ont un choix plus ou moins large. La somme totale investie par les salariés en épargne salariale est appréhendée grâce à la variable (ES). Ce montant est la somme en euros des avoirs investis dans le PEE, le CCB et le PERCO pour chaque salarié. La variable (ES2010) fait référence aux sommes déposées dans le PEE au cours des mois précédant l'ACRS. Le groupe bancaire offrait en effet la possibilité de les utiliser pour financer les souscriptions. La variable (LEV) correspond aux sommes en euros investies dans l'ACRS dans le cadre de l'offre à effet de levier. Le rang hiérarchique (RANG) correspond aux niveaux hiérarchiques énoncés par l'Association Française des Banques. La rémunération fixe annuelle (RFA) correspond au salaire brut annuel versé en euros au salarié. La variable (TOTALAS) indique le montant total en euros investi en actionnariat salarié. Enfin, la variable (%AS) nous indique quelle proportion de l'épargne salariale (PEE, CCB et PERCO) est investie en actions de l'entreprise avant l'ACRS.

Nous présentons ci-après les mesures de ces variables ainsi que les statistiques descriptives concernant les variables métriques.

Tableau 65 : Statistiques descriptives – variables indépendantes métriques

	N	Manquantes	Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Asymétrie	Kurtosis
AGE	45 342	0	19	72	45	10,64	- 0,47*	- 0,95*
ANC	45 342	0	0	45	16	13,56	0,31*	- 1,49*
DES	42 824	2 518	2	26	11,61	3,27	1,56*	7,39*
ES2010	45 342	0	0	49 940,71	2766	3 158,48	2,74*	14,70*
LEV	20 800	0	0	40 000	5549	6 131,76	2,10*	6,90*
RANG	38 528	6 814	1	13	6,51	2,50	0,28*	- 0,65*
RFA	44 769	573	10500	650 000	35 513	21 347,72	5,25*	66,22*
ES	45 342	0	0	1 281 995	2 3681	40 173,20	5,87*	76,90*
TOTALAS	45 342	0	0	1 067 055	11 145,05	23891.61	7,94**	154,1*
%AS	45 342	0	0	1	0,35	0,32	0,42**	- 1,04*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

L'étude du tableau précédent nous conduit à formuler trois remarques. La première concerne les valeurs manquantes. Leur nombre est important pour les variables DES, RANG et RFA. Dans la prochaine section, les données manquantes font l'objet d'un diagnostic consistant à

mettre en évidence leur caractère aléatoire afin d'envisager la démarche à suivre. Les données manquantes ne peuvent en effet être ignorées des analyses que lorsqu'elles présentent un caractère totalement aléatoire (*missing completely at random*). Dans le cas contraire, elles doivent faire l'objet d'une imputation grâce à une méthode appropriée. Une seconde remarque concerne la forme des distributions des variables. On constate en effet que plusieurs des variables sont caractérisées par des distributions asymétriques (vers les valeurs faibles pour les coefficients d'asymétrie positifs significatifs / vers les valeurs élevées pour les coefficients d'asymétrie négatifs significatifs), concentrées (coefficients positifs significatifs) ou dispersées (coefficients négatifs significatifs). Or, l'utilisation de plusieurs méthodes d'analyse de données multivariées suppose que les variables étudiées soient distribuées normalement. Nous proposons dans les sections suivantes des solutions permettant de remédier à la présence de valeurs manquantes d'une part et à la forme des distributions des variables d'autre part. Une dernière remarque concerne la présence potentielle de valeurs aberrantes. En effet, plusieurs des valeurs maximales des variables sont très éloignées de la moyenne.

Concernant les variables dichotomiques, nous présentons la fréquence d'apparition des catégories.

- Activité (ACT)

Les connaissances financières ont été considérées comme déterminantes de la décision d'investir en actions de l'entreprise. Or, les effectifs de l'entreprise peuvent être classés en fonction de leur activité d'appartenance. Il existe ainsi 25 catégories de regroupement. On peut considérer que, si les salariés d'une banque ont de bonnes connaissances en finance, certains d'entre eux sont plus familiers des techniques financières de la gestion de portefeuille notamment. Nous avons considéré que certains salariés avaient des connaissances financières particulièrement pointues du fait de leur activité. La population totale des salariés a été découpée en deux ensembles, les salariés ayant les meilleures connaissances en finance d'une part et la population restante d'autre part. Les salariés des catégories suivantes ont été retenus comme ayant de bonnes connaissances financières :

- Banque d'investissement ;
- Banque de financement ;
- Banque privée ;

- Fonctions support – Finances ;
- Fonctions support – Risques ;
- Gestion d’actifs.

Tableau 66 : Statistiques descriptives – connaissances financières

Connaissances financières	Fréquence	Pourcentage
Activités financières spécialisées	5 710	12,60%
Autres activités	39 632	87,40%
Total	45 342	100,00%

Le nombre total de salariés ayant de meilleures connaissances en finance s’élève à 5 710. Une variable muette résulte de cette classification des salariés en deux sous-groupes. Nous attribuons la valeur 1 aux salariés ayant de bonnes connaissances financières. La valeur 0 est affectée aux autres salariés. Cette technique correspond au codage d’indicateur (*indicator coding*). L’interprétation des coefficients de régression obtenus dans le chapitre suivant doit tenir compte de la catégorie de référence retenue. Par conséquent, le coefficient de régression observé représente la déviation par rapport au groupe de référence sur la variable dépendante (Hair, *et al.*, 2006; p. 97).

- Présence dans l’effectif lors des ACRS précédentes (ANC2)

Cette variable permet d’identifier les salariés présents lors des opérations précédentes. L’entreprise a en effet réalisé deux autres opérations de ce type au cours des quatre dernières années.

Tableau 67 : Statistiques descriptives – Présence aux opérations précédentes

Présence aux opérations précédentes	Fréquence	Pourcentage
Une opération (de 0 à 1 an)	7 437	16,40%
Deux opérations (de 2 à 3 ans)	5 634	12,42%
Trois opérations (de 4 ans et plus)	32 271	71,17%
Total	45 342	100,00%

- La participation à l’opération dans le cadre du fonds à effet de levier (LEV2)

En plus de la variable métrique (LEV) mesurant le montant de l’investissement en actions de l’entreprise dans le fonds à effet de levier, nous utilisons une variable dichotomique nous permettant de décrire deux sous-ensembles de la population : les salariés ayant souscrit à l’opération par le biais de l’offre à effet de levier et les salariés n’ayant pas choisi l’offre à effet de levier.

Tableau 68 : Statistiques descriptives – participation à l’offre à effet de levier

Souscription à FCPE levier	Fréquence	Pourcentage
Non souscripteurs	6 212	29,86%
Souscripteurs	14 588	70,14%
Total	20 800	100,00%

- Statut marital (MAR)

Le statut marital peut être source de diversification. Il peut seulement être déduit de la civilité féminine. La civilité « Mademoiselle » est attribuée à une femme non mariée et la civilité « Madame » à une femme mariée. Nous ne disposons pas de la civilité pour l’ensemble de la population. Celle-ci n’est en effet mentionnée que pour les salariés ayant participé à l’ACRS. Parmi les souscripteurs, le tableau ci-dessous nous indique donc que les femmes mariées étaient plus nombreuses.

Tableau 69 : Statistiques descriptives – statut marital

Statut marital	Fréquence	Pourcentage
Madame	7 339	35,28%
Mademoiselle	3 044	14,63%
Monsieur	10 417	50,08%
Total	20 800	100,00%

- Sexe (SEX)

Nous considérons enfin que le sexe a un effet sur la décision d’investissement des salariés. Nous décrivons les fréquences d’hommes et de femmes pour l’ensemble de la population et pour le sous ensemble des participants.

Tableau 70 : Statistiques descriptives – sexe

Sexe	Participants et non participants		Participants	
	Fréquence	Pourcentage	Fréquence	Pourcentage
Femmes	25 940	57,20%	10 383	49,92%
Hommes	19 402	42,80%	10 417	50,08%
Total	45 342	100,00%	20 800	100,00%

Nous adoptons le même principe de codage en variable muette pour cette variable que dans le cas des connaissances financières (ACT). Les femmes se voient attribuer la valeur 0 et les hommes la valeur 1.

2.2.2. Préparation des données

L'étude des statistiques descriptives nous a permis de constater que certaines variables contenaient des valeurs manquantes. De plus, il convient de mettre en évidence les valeurs extrêmes. Les statistiques indiquent enfin que les distributions des variables diffèrent significativement des distributions normales. Nous présentons ci-après les solutions proposées afin de remédier à ces caractéristiques de la population.

2.2.2.1. Traitement des valeurs manquantes

Les valeurs manquantes peuvent provenir de plusieurs phénomènes selon le mode de collecte privilégié. Dans le cas étudié, les valeurs manquantes proviennent essentiellement de la construction des bases de données. Nous avons indiqué que la base de données étudiée résulte du rapprochement de trois sources de données différentes. L'une d'entre elles comporte le plus grand nombre de valeurs manquantes. Il s'agit du fichier géré par la direction des ressources humaines du groupe. On remarque que deux des variables comportant le plus grand nombre de valeurs manquantes (les variables RANG et RFA) proviennent de cette source de données. Les responsables de la gestion de ces données nous ont indiqué que leur recueil avait été mis en œuvre à la suite de plusieurs opérations de rachat de filiales et que sa conception avait été finalisée récemment. Ce fichier est mis à jour plusieurs fois par an sur la base des déclarations des différentes entités du groupe. Or, ces dernières peuvent communiquer des déclarations incomplètes du fait d'incompatibilité entre les divers fichiers des services des ressources humaines. Les données manquantes proviendraient donc essentiellement de ces phénomènes.

En présence de valeurs manquantes, il convient d'adopter une démarche de traitement appropriée en fonction du caractère aléatoire de leur répartition dans la base de données¹⁸⁷. Plusieurs solutions sont en effet envisageables. Leur utilisation dépend de la détermination du type des valeurs manquantes. En l'occurrence, la présence de valeurs manquantes ne peut être ignorée lorsque le chercheur connaît les phénomènes qui les ont produites. Il convient tout d'abord d'analyser l'importance relative des valeurs manquantes. Les tableaux suivants présentent les fréquences et les pourcentages des valeurs manquantes pour chacune des trois variables problématiques d'une part, les fréquences et pourcentages de valeurs manquantes par observation d'autre part.

Tableau 71 : Valeurs manquantes – fréquence d'apparition par variable (*listwise*)

Variables	N	Fréquence de valeurs manquantes	Pourcentage de valeurs manquantes
RANG	38 528	6 814	15,03%
DES	42 824	2 518	5,55%
RFA	44 769	573	1,26%
Valides (<i>listwise</i>)	37 313	8 029	17,71%

La variable RANG comporte le nombre le plus élevé de valeurs manquantes. La dernière ligne du tableau indique par ailleurs le nombre de lignes comportant l'intégralité des données.

Tableau 72 : Valeurs manquantes – fréquence d'apparition par observation

Nombre des valeurs manquantes	Fréquence	Pourcentage
0.00	37 313	82,29%
1.00	6 136	13,53%
2.00	1850	4,08%
3.00	43	0,09%
Total	45 342	100,00%

On remarque que la suppression des valeurs manquantes nécessiterait l'élimination de 8029 lignes de données soit 17,71% de la population. Ce nombre élevé nous conduit à envisager l'utilisation d'une méthode d'imputation. Le choix d'une méthode d'imputation dépend de l'évaluation du caractère aléatoire de la répartition des valeurs manquantes. La répartition des valeurs manquantes peut être totalement aléatoire (*missing completely at random : MCAR*) ou aléatoire (*missing at random : MAR*). La répartition MCAR permet l'utilisation du plus grand nombre de méthodes d'imputation. Elle peut être testée grâce au test MCAR de Little dont nous indiquons la valeur ci-dessous.

Tableau 73 : Valeurs manquantes – test MCAR de Little

Chi-deux	Degrés de liberté	Sig
13 979,207	37	0,000

Le tableau précédent montre que le test de Little est significatif. Ce résultat indique que la répartition de valeurs manquantes ne peut être considérée comme totalement aléatoire (MCAR). Afin de déterminer dans quelle mesure la répartition peut être considérée comme aléatoire (MAR), une seconde étape est de suivre la procédure décrite par Hair, *et al.* (1995). Elle consiste à recoder les variables comportant des valeurs manquantes pour les rendre binaires (1 pour les observations de la variable avec valeurs manquantes et 0 lorsque la

¹⁸⁷Nous suivons dans cette section la démarche préconisée par Hair, *et al.* (2006).

donnée est présente). Il s'agit ensuite de procéder à des calculs de corrélations entre les variables obtenues. Nous présentons ci-après les résultats obtenus.

Tableau 74 : Valeurs manquantes – corrélations entre les valeurs manquantes¹⁸⁸

	1	2	3
1. mis (DES)	1		
2. mis (RANG)	- 0,35**	1	
3. mis (RFA)	0,011*	- 0,09**	1

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

Les faibles corrélations entre les variables binaires issues du recodage indiquent que les valeurs manquantes sont réparties de façon aléatoire (*missing at random*). Elles suggèrent l'utilisation d'une méthode d'imputation des valeurs manquantes. Pour une répartition aléatoire des valeurs manquantes, Hair, *et al.* (2006) préconisent l'utilisation de la méthode EM ou *expectation maximization*. D'après ces auteurs, elle permet « la meilleure représentation des distributions originelles des valeurs avec les moindres biais » (notre traduction, p. 63). La méthode EM est une méthode itérative en deux étapes, l'étape E (*expectation*) et l'étape M (*maximization*). L'étape E effectue les meilleures évaluations possibles des valeurs manquantes et l'étape M estime les paramètres des distributions (moyennes, écart-types ou corrélations) en tenant compte de ces nouvelles valeurs. Les deux étapes se renouvellent jusqu'à ce que les valeurs remplacées permettent d'obtenir les changements de paramètres les plus faibles.

Après remplacement des valeurs manquantes, les variables concernées sont caractérisées par les statistiques descriptives suivantes.

Tableau 75 : Valeurs manquantes – statistiques descriptives après imputation par la méthode EM

	N	Manquantes	Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Asymétrie	Kurtosis
DES	45 342	0	2	27,52	11,63	3,24	1,60**	7,48*
RANG	45 342	0	1	56,41	6,79	2,65	0,99**	7,14*
RFA	45 342	0	10 500	650 000	35812,37	21591,33	5,06**	62,21*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

Les paramètres des variables DES et RFA ont très peu été modifiés. Pour la variable RANG, la concentration et la valeur maximale ont augmenté mais les autres paramètres n'ont pas été modifiés.

¹⁸⁸ Les indications mis(.) indiquent que les variables considérées sont les variables recodées.

2.2.2.2. Détection et traitement des valeurs extrêmes

Les valeurs extrêmes sont caractérisées par des valeurs anormalement élevées ou anormalement faibles. Elles peuvent avoir des effets importants dans le cadre de l'utilisation de méthodes multivariées. En effet, l'estimation des paramètres des méthodes multivariées est très sensible à la présence de valeurs extrêmes. Les droites de régression peuvent être détournées du fait de la présence de valeurs extrêmes. Les coefficients s'en trouvent donc modifiés.

Il existe trois méthodes de détection des valeurs extrêmes : la méthode univariée, la méthode bivariée et la méthode multivariée. La première consiste à repérer les valeurs extrêmes pour chaque variable prise individuellement. La deuxième permet de constater la présence de valeurs extrêmes pour des groupes de deux variables. Ces deux premières méthodes sont peu appropriées lorsque plusieurs variables sont prises en compte dans une analyse de données. Elles se limitent en effet à la détection des valeurs extrêmes sur deux dimensions tout au plus alors qu'une analyse multivariée permet une détection des valeurs extrêmes multidimensionnelle par référence à un centre de gravité commun. Nous privilégions donc la méthode de détection multivariée des valeurs extrêmes préconisée par Hair, *et al.* (2006). Elle consiste à calculer la distance de Mahalanobis (ou D^2 de Mahalanobis) pour chacune des observations de la population. Hair, *et al.* (2006) indiquent que, en présence de larges échantillons, cette mesure divisée par le degré de liberté (D^2/dfl ou le nombre de variables moins un) permet d'identifier les valeurs extrêmes. Ces dernières sont identifiées lorsque ce chiffre est supérieur à 4. La distance de Mahalanobis divisée par le degré de liberté présentant la caractéristique d'être distribuée selon une loi de Student, elle permet de déduire des seuils de risque. La valeur 4 préconisée par Hair, *et al.* (2006) correspond à un niveau du seuil de risque faible de 1% compte tenu de la décision qu'il peut conditionner. Il s'agit en effet d'exclure les valeurs extrêmes des analyses ou de les conserver. Le tableau ci-dessous indique la fréquence et le pourcentage d'observations candidates à l'exclusion.

Tableau 76 : Valeurs extrêmes – Nombre d'observations caractérisées par $D^2/dfl > 4$

	Fréquence	Pourcentage
$D^2/dfl > 4$	693	1,53%

Le tableau ci-dessus nous indique que 693 observations répondent au critère de détermination des valeurs extrêmes multivariées. Nous envisageons donc de les exclure de nos analyses. On

constate que les statistiques relatives aux formes des distributions sont nettement améliorées du fait de l'exclusion des valeurs extrêmes.

Tableau 77 : Valeurs extrêmes – statistiques descriptives des variables après exclusion des valeurs extrêmes

	N	Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Asymétrie	Kurtosis
<i>Variables indépendantes</i>							
AGE	44 649	19	66	45	10,65	- 0,47**	- 0,96*
ANC	44 649	0	45	16	13,58	0,29**	- 1,51*
DES	44 649	2	26	12	3,08	1,47**	7,80*
ES	44 649	0	284 806	21 211	29 801,50	2,59**	8,78*
ES2010	44 649	0	28 663	2 624	2 759,72	1,81**	6,14*
LEV	20 159	0	40 000	5 393	5 612,96	1,80*	5,55*
RANG	44 649	1	20	7	2,50	0,36**	- 0,10*
RFA	44 649	10 704	175 316	34 537	16 925,95	2,35**	7,26*
TOTALAS	44 649	0.00	232 369,03	9 898,40	17 724,39	3,72**	20,05*
%AS	44 649	0	1	0	0,32	0,43**	- 1,04*
<i>Variables dépendantes</i>							
TOTALAK	20 159	20	40 000	8 143	6 687,80	2,05*	5,82*
%AS2	44 649	0	1	0	0,33	0,00**	- 1,32*

* $p < 0.05$; ** $p < 0.01$.

Les variables pour lesquelles les statistiques d'asymétrie et de kurtosis se sont améliorées suite à l'exclusion des valeurs extrêmes sont surlignées en gras.

Dans le paragraphe suivant, nous nous intéressons plus en détail à la forme des distributions des variables.

2.2.2.3. Transformations des variables

La plupart des méthodes multivariées supposent que les distributions des variables considérées soient normales. Une transformation de variable peut corriger une violation de cette hypothèse et permet une meilleure mesure de la relation entre les variables. En transformant les variables, il est en effet possible de rendre linéaire la relation entre deux variables. Les transformations de variables ont l'avantage de remédier aux problèmes d'hétéroscédasticité ou de non constance de la variance de l'erreur d'estimation. Transformer des variables est le principal moyen de correction de l'hétéroscédasticité (Hair, *et al.*, 2006).

Aux transformations ayant vocation à améliorer la structure des données peuvent s'ajouter des transformations de variables basées sur des justifications théoriques. Nous procédons à cette catégorie de transformation dans le cas de la variable AGE. Nous avons en effet constaté que cette variable avait une influence non linéaire sur la variable dépendante.

Lorsque la distribution des variables diffère sensiblement d'une distribution normale, il convient donc de remédier à cette situation en utilisant une transformation de variables adéquate. Nous étudions ci-après les distributions des variables et les transformons lorsque cela s'avère nécessaire. Nous présentons en annexe les histogrammes de distribution initiale et transformée de chaque variable. L'objectif poursuivi est l'obtention de statistiques d'asymétrie et de kurtosis nulles. Nous avons testé plusieurs transformations pour chacune des variables et nous retenons celles qui ont donné les meilleurs résultats compte tenu de l'objectif poursuivi. Nous présentons tour à tour les transformations appliquées aux variables indépendantes et dépendantes. Les lettres mentionnées avant les codes des variables indiquent le type de transformation retenu : ln pour la fonction logarithme népérien et rac pour la fonction racine carrée.

▪ Variables indépendantes

▪ L'âge (AGE)

Les transformations de la variable AGE reposent sur des considérations théoriques. Nous avons en effet évoqué l'influence non linéaire de cette variable sur l'investissement en actions de l'entreprise. Nous procédons tout d'abord à une transformation quadratique de cette variable afin de tenir compte de cet effet. Nous retranchons enfin la moyenne de la variable obtenue de toutes les observations. Le même procédé est appliqué pour la variable AGE. Les deux variables obtenues sont intégrées simultanément dans l'analyse. Ces transformations de variables s'inspirent de la méthode préconisée par Degeorge, *et al.* (2004 ; p. 181). Elles permettent d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 78 : Transformation des variables – AGE

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
AGE	44 649	- 0,47*	- 0,96*
AGE	44 649	- 0,17*	- 1,22*
AGE2	44 649	- 0,47*	- 0,96*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

- L'ancienneté (ANC)

La transformation de la variable par la fonction racine carrée donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 79 : Transformation des variables – ANC

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
ANC	44 649	0,29**	- 1,51*
rac ANC	44 649	- 0,02**	- 1,55*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

- Nombre de FCPE (DES)

La transformation de la variable par la fonction racine carrée donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 80 : Transformation des variables – DES

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
DES	44 649	1,47**	7,80*
rac DES	44 649	- 0,21**	6,54*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

- Montant des encours en épargne salariale (ES)

La transformation de la variable par la fonction racine carrée donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 81 : Transformation des variables – ES

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
ES	44 649	2,59**	8,78*
rac ES	44 649	0,93**	0,63*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

- Epargne salariale arrivant à échéance en 2010 (ES2010)

La transformation de la variable par la fonction racine carrée donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 82 : Transformation des variables – ES2010

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
ES2010	44 649	1,81**	6,14*
rac ES2010	44 649	0,10**	- 0,67*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

- Montant investi dans le fonds à effet de levier (LEV)

La transformation de la variable par la fonction racine carrée donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 83 : Transformation des variables – LEV

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
LEV	20 159	1,80*	5,55*
rac_LEV	20 159	0,00*	- 0,74*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

- Rémunération fixe annuelle (RFA)

La transformation de la variable par la fonction logarithme népérien donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 84 : Transformation des variables – RFA

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
RFA	44 649	2,35**	7,26*
ln_RFA	44 649	1,04**	0,90*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

- Montant total investi en actions de l'entreprise (TOTALAS)

La transformation de la variable par la fonction logarithme népérien donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 85 : Transformation des variables – TOTALAS

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
TOTALAS	44 649	3,72**	20,05*
ln_TOTALAS	44 649	- 0,60**	- 1,37*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

Aucune transformation n'a été appliquée aux variables rang hiérarchique (RANG) et proportion de l'épargne salariale investie en actionnariat salarié avant l'ACRS (%AS).

- **Variables dépendantes**

- Montant souscrit à l'augmentation de capital (TOTALAK)

La transformation de la variable par la fonction racine carrée donne les meilleurs résultats. Elle permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 86 : Transformation des variables – TOTALAK

	N	Coefficient d'asymétrie	Kurtosis
TOTALAK	20 159	2,05*	5,82*
rac TOTALAK	20 159	0,67*	0,94*

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

Aucune transformation n'a été appliquée à la variable proportion de l'épargne salariale investie en actionnariat salarié après l'ACRS (%AS2).

3. Hypothèses de recherche et mesure des variables

Dans cette section, nous présentons tout d'abord un rapprochement des hypothèses testées et des variables permettant de les tester. Nous évaluons ensuite dans quelle mesure la variance du phénomène étudié provenant des hypothèses non testées est contrôlée.

3.1. Tests des hypothèses

Nous lions ci-après les hypothèses aux mesures des variables utilisées en nous conformant à la typologie identifiée jusqu'ici. Les hypothèses testées font en effet référence aux deux principaux champs théoriques en présence : théorie du portefeuille et finance comportementale.

3.1.1. Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille

Nous présentons ci-après les hypothèses testées relatives à la théorie du portefeuille.

3.1.1.1. Le patrimoine du salarié (H.TP.1)

Cette hypothèse stipule que le patrimoine des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Afin de mesurer l'importance du patrimoine, Degeorge, *et al.* (2004) utilisent le code postal rapproché des mesures de revenus fiscaux des ménages de l'INSEE. Nous proposons d'utiliser l'encours total en épargne salariale – soit la variable (**ES**) – comme proxy du patrimoine total du salarié. En effet, les salariés disposant des ressources les plus importantes peuvent épargner davantage dans le cadre de ce système

fiscalement avantageux¹⁸⁹. Le blocage des primes d'intéressement est notamment moins coûteux pour ces salariés.

3.1.1.2. La concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié (H.TP.2)

Cette hypothèse stipule que la concentration du patrimoine en actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Cette hypothèse fait référence aux mesures du coût de sous-diversification évoqué lors de la revue de littérature. Ce coût augmente avec la concentration du portefeuille en actions de l'entreprise. La mesure utilisée tient compte de la proportion d'épargne salariale investie en actionnariat salarié (**%AS**). Nous ne disposons pas de données concernant la composition du patrimoine total des salariés. Une telle donnée nous permettrait de savoir si les salariés surinvestissent effectivement dans les actions de leur entreprise.

3.1.1.3. La rémunération fixe annuelle (H.TP.3)

Cette hypothèse stipule que la rémunération a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Nous considérons en effet que la rémunération constitue une contrainte de liquidité à court terme à laquelle le salarié souhaitant épargner est soumis. La mesure utilisée est la rémunération fixe brute annuelle du salarié (**RFA**).

3.1.1.4. Le statut marital (H.TP.4)

Cette hypothèse stipule que le fait d'être marié a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Ce statut permet en effet de bénéficier d'un effet de diversification potentiel diminuant le coût de sous-diversification supporté par les salariés. La civilité féminine (madame ou mademoiselle) indiquée par la variable (**MAR**) nous permet de tenir compte du statut marital. En revanche, la civilité masculine ne nous permet pas de mesurer le statut marital des hommes salariés de l'entreprise.

¹⁸⁹Ce phénomène souligné par les enquêtes « Patrimoine des ménages » de l'INSEE et les rapports du conseil supérieur de la participation est la source d'inégalités évoquées par Rémond (2006).

3.1.1.5. L'âge (H.TP.5)

Cette hypothèse stipule que l'âge a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise. Nous n'avons pas spécifié le sens de cette relation compte tenu des concepts qu'elle peut recouvrir. La variable (**AGE**) mesure l'âge des salariés tandis que la variable (**AGE2**) permet d'intégrer l'influence non linéaire de l'âge.

3.1.1.6. L'ancienneté (H.TP.6)

Cette hypothèse stipule que l'ancienneté a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise. Cette variable est généralement utilisée pour mesurer l'intensité du capital humain spécifique à l'entreprise du salarié. De ce point de vue, son influence peut être considérée comme négative. A l'inverse, son influence peut être positive si l'on considère qu'elle indique la familiarité des salariés vis-à-vis de leur entreprise. La variable (**ANC**) mesure cette influence.

3.1.1.7. Le rang hiérarchique (H.TP.7)

Cette variable stipule que la position hiérarchique a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise. Cette influence est mesurée par la variable (**RANG**). Nous n'avons pas jusqu'à présent mentionné le sens de la relation attendu entre cette variable et l'investissement en actions de l'entreprise. Or, nous disposons désormais d'un certain recul sur les évolutions de la valeur de l'action de l'entreprise. Nous avons mentionné l'hypothèse d'information privilégiée des salariés. Le test de cette hypothèse d'information privilégiée consiste à observer l'évolution de la valeur de l'action une fois les transactions effectuées par les salariés (achat ou vente). Dans le cas de la prédiction du signe associé à la variable (**RANG**), nous connaissons l'évolution de la valeur qui a suivi l'augmentation de capital. Au cours de l'année qui a suivi l'ACRS l'augmentation du cours de l'action a été considérable dépassant les 50%. En conséquence, les salariés les mieux informés des perspectives de croissance de l'entreprise ont donc eu une incitation à investir davantage dans le cadre de l'ACRS. Dans le cadre du cas étudié, nous anticipons donc un lien positif entre la variable (**RANG**) et l'investissement en actions de l'entreprise.

3.1.1.8. L'influence des fonds à effet de levier (H.TP.8)

Cette hypothèse stipule que la présence de fonds à effet de levier a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Afin de tester cette hypothèse, nous disposons d'une variable muette (**LEV2**) permettant d'identifier les salariés ayant souscrit au travers du fonds à effet de levier (codés 1) des salariés n'ayant pas souscrit au travers de ce fonds (codés 0). Nous connaissons par ailleurs les montants investis au travers de ces fonds par ces salariés mesurés par la variable (**LEV**).

3.1.1.9. La possibilité d'investir les sommes épargnées la même année (H.TP.9)

Cette hypothèse stipule que la possibilité de reverser dans l'ACRS l'épargne salariale déjà constituée a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. L'entreprise sur laquelle porte notre recherche a donné à ses salariés la possibilité de reverser dans l'ACRS des fonds épargnés dans le PEE au cours de la même année c'est-à-dire les fonds arrivant à échéance de déblocage en 2010 (**ES2010**). Les statistiques concernant l'origine des versements effectués dans les PEE collectées par l'AMF indiquent que ces fonds sont principalement issus des primes de participation et d'intéressement. De plus, la période de l'année à laquelle l'opération s'est déroulée se situait peu de temps après le versement de ces primes, ce qui favorisait le réinvestissement direct de ces fonds en actions de l'entreprise dans le cadre de l'opération.

3.1.2. Décisions d'investissement des salariés et finance comportementale

Nous présentons ci-après les hypothèses testées relatives à la finance comportementale.

3.1.2.1. Le *design* de l'offre (H.FC.1)

Cette hypothèse stipule que le nombre de fonds proposés dans le cadre des divers supports d'épargne salariale a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise. Le sens de la relation n'est pas spécifié compte tenu de la présence d'explications théoriques divergentes (l'heuristique 1/N et la surcharge de choix favorisant le biais de familiarité). Nous disposons du nombre de fonds proposés à chaque salarié par sa filiale d'appartenance. La variable (**DES**) mesure cette quantité.

3.1.2.2. Les gains réalisés grâce à l'actionnariat salarié (H.FC.2)

Cette hypothèse stipule que les gains réalisés par le passé ont une influence positive sur l'investissement en actions de l'entreprise. Cette hypothèse s'apparente au biais d'extrapolation excessive consistant à considérer que les rentabilités passées sont un bon signal des rentabilités à venir. Bien que les gains relatifs soient équivalents pour l'ensemble des salariés ayant investi en actions de l'entreprise – nous n'étudions qu'une seule entreprise – ils diffèrent en terme de montant. De ce point de vue, les salariés détenant le plus d'actions de l'entreprise avant l'ACRS ont engrangé les gains les plus importants compte tenu de l'évolution du cours de l'action. La variable (**TOTALAS**) mesure le montant total détenu en actions de l'entreprise. Une limite de cette démarche réside dans le fait que les salariés ayant investi au début de la période décrite par la Figure 20 et n'ayant pas investi à nouveau ont réalisé des pertes en capital. On trouve par ailleurs l'intérêt de la mesure de cette variable dans l'« effet de dotation » identifié par Thaler (1980). Ce dernier indique que les individus accordent davantage de valeur à ce qu'ils détiennent. Ne disposant pas d'informations concernant l'historique des transactions pour chaque salarié, nous ne pouvons que supposer que ces salariés représentent une proportion marginale de la population.

3.1.2.3. Le sexe (H.FC.3)

Cette hypothèse stipule que le fait d'être un homme a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. La variable muette (**SEX**) mesure l'effet de cette variable.

3.1.2.4. La fréquence des ACRS (H.FC.4)

Cette hypothèse stipule que la fréquence des ACRS a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Nous avons indiqué que l'entreprise d'où proviennent les données avait proposé trois ACRS durant les quatre années précédant l'opération étudiée. Or, nous connaissons l'ancienneté des salariés de l'entreprise. Il est donc possible d'identifier les salariés qui faisaient partie de l'effectif de l'entreprise lors de chacune de ces trois opérations et de comparer l'intensité de leur investissement en actionnariat salarié. Nous utiliserons pour cela la variable muette intitulée (**ANC2**). Nous différencions ainsi les salariés ayant eu la possibilité de participer à trois, deux ou une seule ACRS.

3.1.2.5. Les connaissances financières (H.FC.5)

Cette hypothèse stipule que les connaissances financières ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Elles permettent de mieux évaluer le coût de sous-diversification encouru du fait de l'actionnariat salarié. Nous mesurons les connaissances financières grâce à la variable muette (**ACT**).

Nous présentons dans le tableau ci-dessous les hypothèses faisant l'objet de tests, les différentes mesures retenues ainsi que le sens de la relation prédit.

Tableau 87 : Hypothèses de recherche et mesure des variables

N°	Hypothèses	Variables	Mesures	Sens de la relation
H.TP.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le patrimoine des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ES	Patrimoine total en épargne salariale (en euros)	(+)
H.TP.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, la concentration du patrimoine en actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	%AS	Proportion investie en actions de l'entreprise (entre 0 et 1)	(-)
H.TP.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, la rémunération des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	RFA	Rémunération fixe annuelle brute (en euros)	(+)
H.TP.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être marié(e) a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	MAR	Statut marital (Madame : 1, Mademoiselle : 0)	(+)
H.TP.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' âge des salariés a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	AGE et AGE2	Age (années)	(+/-)
H.TP.6	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' ancienneté a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ANC	Ancienneté (années)	(+/-)
H.TP.7	Toutes choses étant égales par ailleurs, la position hiérarchique a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	RANG	Rang hiérarchique (niveau de 1 à 13)	(+)
H.TP.8	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, la présence de fonds à effet de levier a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	LEV et LEV2	- Montant investi dans le fonds à effet de levier (en euros) - Participation à l'opération via le fonds à effet de levier (participant : 1, non participant : 0)	(+)
H.TP.9	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, l' octroi de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ES2010	Epargne salariale à échéance de déblocage en 2010 (en euros)	(+)
H.FC.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le nombre de fonds a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	DES	Nombre de FCPE (nombre)	(+/-)
H.FC.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, les gains réalisés issus de l'actionnariat salarié ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	TOTALAS	Montant investi en actions de l'entreprise	(+)
H.FC.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être un homme a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	SEX	Sexe (femme : 0, homme : 1)	(+)
H.FC.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, la fréquence des augmentations de capital réservées aux salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ANC2	Salariés présents lors des opérations (participation à trois opérations, deux ou une seule)	(+)
H.FC.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, Les connaissances financières ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ACT	Activité (financière : 1, non financière : 0)	(-)

3.2. Contrôle de la variance des hypothèses non testées

Nous ne testons pas l'ensemble des hypothèses formulées. Compte tenu de la nature des données utilisées, nous ne disposons pas d'éléments de variance concernant les caractéristiques des entreprises. Bien que les hypothèses correspondantes ne puissent être testées, le fait de concentrer nos tests empiriques sur une seule entreprise en nous focalisant sur l'investissement individuel des salariés permet de maîtriser la variance du phénomène expliqué pouvant provenir des caractéristiques des entreprises. Ces caractéristiques sont en effet équivalentes pour l'ensemble des salariés considérés.

Des considérations équivalentes peuvent être énoncées concernant le test des hypothèses relatives aux ACRS. Le test de ces hypothèses nécessite en effet l'observation des caractéristiques de plusieurs opérations. Là encore, la variance du phénomène à expliquer issue des hypothèses non testées est neutralisée du fait de l'intérêt porté sur une seule ACRS. Les conditions de cette opération ont été équivalentes pour l'ensemble des salariés considérés.

La dernière catégorie d'hypothèses non testées concerne les caractéristiques des salariés. Contrairement aux deux premiers groupes d'hypothèses non testées, les variables d'attitude des salariés peuvent être source de variance non expliquée du phénomène étudié.

4. Méthodologie des études quantitatives

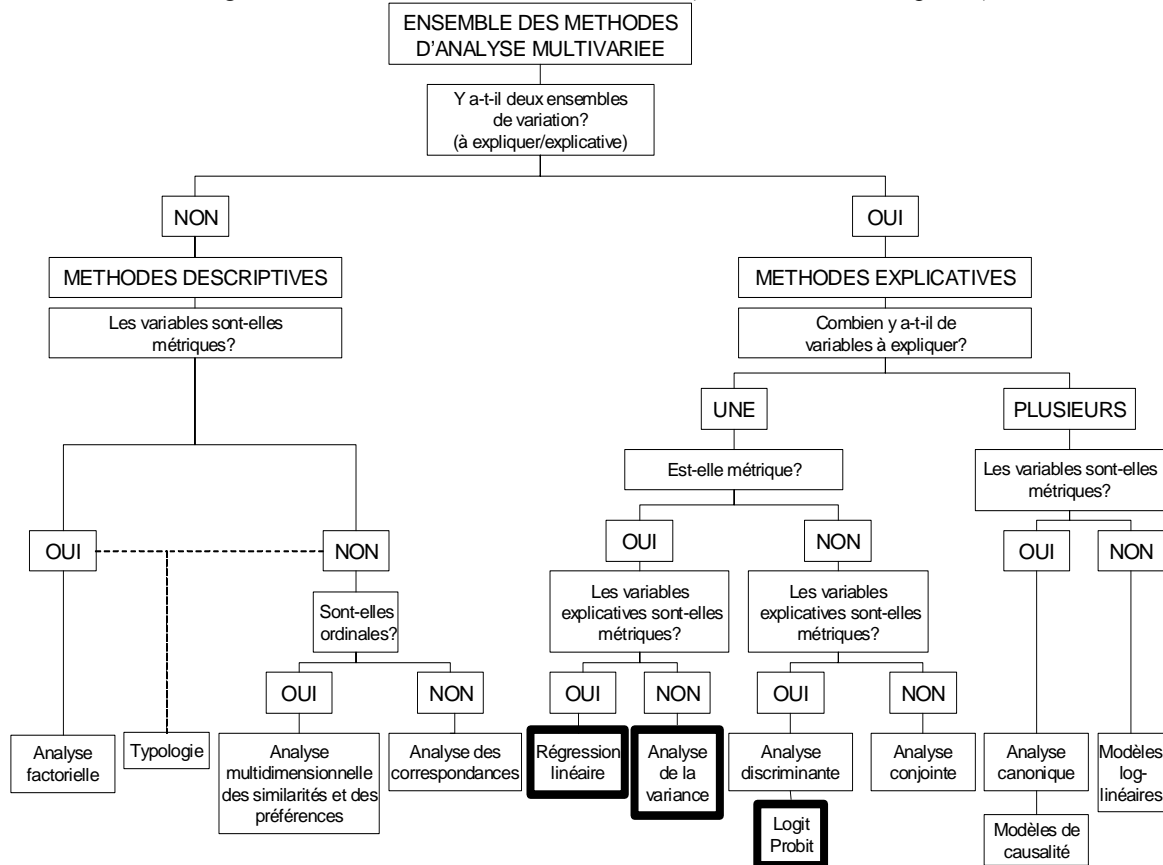
La description des variables dépendantes indique que nous suivons une démarche visant à étudier trois types de décisions d'investissement de natures différentes répondant aux interrogations suivantes :

- Investir ou ne pas investir ?
- Quel montant investir ?
- Quel pourcentage du portefeuille d'épargne salariale investir ?

La première interrogation correspond à un choix binaire et la variable dépendante est dichotomique. En revanche, les réponses apportées aux deux questions suivantes débouchent sur la détermination d'une grandeur métrique. Les variables explicatives énoncées ci-dessus sont de natures différentes. Elles sont soit métriques, soit dichotomiques. Compte tenu de ces

caractéristiques, le choix des méthodes d'analyse correspond à la démarche décrite dans la figure suivante.

Figure 22 : Choix des méthodes multivariées (Evrard, *et al.*, 2000; p. 368)



Nous utiliserons donc la régression logistique, la régression linéaire ainsi que l'analyse de variance. Nous ajoutons des analyses de variance complémentaires lorsque cela s'avère nécessaire. Nous présentons ci-dessous les méthodes d'analyse de données utilisées.

4.1. La régression linéaire multiple

La régression linéaire multiple est une technique statistique pouvant être utilisée afin d'analyser la relation entre une variable dépendante et plusieurs variables indépendantes. Son objectif est d'utiliser les variables indépendantes dont les valeurs sont connues pour prédire la variable dépendante. L'analyse permet de pondérer chacune des variables indépendantes par un estimateur afin de former une équation linéaire de régression donnant la meilleure description possible de la variable dépendante. Les estimateurs des coefficients sont obtenus en minimisant la distance au carré entre chaque observation et la droite de régression, d'où le

nom d'estimateur des moindres carrés ordinaires. Une des conditions d'utilisation de cette méthode repose sur l'absence de corrélation entre variables indépendantes. Or, certaines des variables explicatives retenues sont logiquement corrélées. Intégrer les variables de façon simultanée peut engendrer de sérieux problèmes de multicollinéarité. Alors que la colinéarité témoigne de l'association entre des variables deux à deux, la multicollinéarité indique une association entre une variable et un groupe de variables. Ne pouvant être déduite qu'au moment de l'obtention des résultats des régressions, nous l'analyserons dans le chapitre suivant. Selon Bourbonnais (2003), la multicollinéarité peut avoir trois conséquences :

- l'augmentation de la variance estimée de certains coefficients lorsque la colinéarité entre les variables explicatives augmente ;
- l'instabilité des estimateurs des coefficients des moindres carrés, des faibles fluctuations concernant les données entraînent des fortes variations des valeurs estimées des coefficients ;
- en cas de multicollinéarité parfaite (...), l'estimation des coefficients est alors impossible et leur variance est infinie.

Compte tenu des conséquences importantes de la multicollinéarité des variables sur la fiabilité des résultats des analyses, il convient d'évaluer et de traiter ce phénomène. Un premier diagnostic peut être formulé sur la base de la matrice des corrélations des variables indépendantes. Présentée dans le tableau suivant, elle permet de parvenir à plusieurs conclusions préalables. Les deux premières colonnes indiquent les corrélations obtenues pour les deux variables dépendantes métriques. Nous pouvons tout d'abord constater que l'ensemble des variables indépendantes est significativement corrélé avec les deux variables dépendantes métriques (*rac_TOTALAK*) et (*%AS2*). Ensuite, plusieurs variables indépendantes présentent logiquement de fortes corrélations significatives entre elles. C'est notamment le cas des variables (*AGE*) et (*AGE2*) avec la variable (*rac_ANC*) (coefficients significatifs de 0,49 et 0,45 respectivement), de la variable (*ln_RFA*) avec la variable (*RANG*) (coefficient significatif de 0,90), de la variable (*%AS*) avec la variable (*ln_TOTALAS*) (coefficient significatif de 0,75), de la variable (*rac_ES*) avec la variable (*ln_RFA*) (coefficient significatif 0,48) et de la variable (*rac_ES*) avec la variable (*rac_ES2010*) (coefficient significatif 0,61). D'autres fortes corrélations sont moins évidentes. La variable (*ln_TOTALAS*) présente une forte corrélation (coefficient significatif 0,71) avec les variables (*rac_ES*) et (*rac_ES2010*) indiquant l'association positive entre le total des encours d'épargne salariale (montant déposé en 2005 et montant accumulé jusqu'à cette date) et le total des encours en actionnariat salarié. Cette forte corrélation indique que les avoirs

dont les salariés ont bénéficié en 2005 ont largement été investis dans des FCPE d'actionnariat salarié d'une part et que l'épargne salariale détenue par les salariés de cette entreprise est concentrée dans les fonds d'actionnariat salarié d'autre part. Les données dont nous disposons indiquent en effet que 47,06% de l'épargne salariale est investie en actionnariat salarié.

Tableau 88 : Matrice des corrélations entre les variables métriques

	rac_TOTALAK	%AS2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1.RANG	,62**	,21**												
2.AGE	-,05**	-,09**	,05**											
3.AGE2	-,06**	-,10**	,03**	,99**										
4.rac_ANC	-,18**	-,06**	-,12**	,49**	,45**									
5.ln_RFA	,70**	,20**	,90**	,11**	,09**	-,14**								
6.rac_LEV	,60**	,26**	,26**	,00	-,01	,01	,27**							
7.rac_DES	,19**	-,10**	,31**	,10**	,09**	-,07**	,30**	,01						
8.ln_TOTALAS	,13**	,63**	,28**	,14**	,12**	,03**	,29**	,04**	,02**					
9.rac_ES	,35**	,27**	,43**	,22**	,21**	-,01	,48**	,01	,20**	,71**				
10.rac_ES2010	,36**	,30**	,40**	-,06**	-,07**	-,11**	,42**	,04**	,17**	,50**	,61**			
11.%AS	,04**	,85**	,14**	,01	,00	,00	,12**	,05**	-,14**	,75**	,35**	,22**		
12.SEX ¹⁹⁰	,31**	,12**	,34**	,02**	,02**	-,03**	,32**	,13**	,06**	,10**	,15**	,13**	,09**	
13.ACT ¹⁹¹	,18**	,05**	,18**	-,11**	-,12**	-,21**	,23**	,02**	,10**	,06**	,16**	,21**	,00	,04**

*p < 0.05 ; **p < 0.01.

¹⁹⁰Homme = 1 ; Femme = 0.¹⁹¹Fortes connaissances en finance = 1; Faibles connaissances en finance = 0.

4.2. La régression logistique

L'utilisation de la régression logistique est appropriée lorsque la variable dépendante considérée est binaire. La variable à expliquer est dichotomique et les deux valeurs prises sont mutuellement exclusives. Les deux modalités de la variable sont codées 0 et 1. La principale différence avec la régression multiple tient à l'interprétation des résultats. En effet, en s'appuyant sur une transformation de la variable dépendante par une fonction logistique, la régression logistique permet de prédire la probabilité d'appartenance à l'un des deux groupes définis par les deux modalités de la variable dépendante. La prédiction effectuée repose sur les valeurs prises par les variables indépendantes et l'estimation des coefficients. Si la probabilité calculée est supérieure à 0,5, le modèle prédit l'appartenance au groupe codé 1. Dans le cas contraire, le modèle prédit l'appartenance au groupe codé 0. La régression logistique permet la création d'une matrice de classification permettant d'estimer le potentiel prédictif du modèle. Comme pour la régression multiple, la variable prédite par la régression logistique est métrique. Cette prédiction doit cependant être comprise entre les valeurs 0 et 1. La transformation logistique permet de maintenir les valeurs prédites dans cet intervalle. Du fait de cette transformation, l'interprétation des coefficients de la régression logistique diffère de ceux de la régression multiple.

Nous utilisons la régression logistique afin d'expliquer la participation (codée 1) ou la non participation (codée 0) des salariés à l'ACRS proposée par leur entreprise. Selon Evrard, *et al.* (2000), la régression logistique diffère notamment de la régression probit du fait de l'importance de l'hypothèse de normalité des seuils critiques de réaction. Lorsque les hypothèses de normalité ne peuvent être satisfaites et que les données ne sont pas mesurées sur des intervalles, il convient de préférer la régression logit.

4.3. L'analyse de variance

L'utilisation de l'analyse de variance a pour objet de déterminer si une (ou plusieurs) variable(s) explicative(s) a (ont) une influence significative ou non sur une variable à expliquer. Les variables explicatives sont des variables nominales. L'analyse de la covariance est une généralisation de cette méthode permettant d'utiliser simultanément des variables explicatives quantitatives et qualitatives.

Nous utilisons la méthode de l'analyse de variance dans le cas des variables nominales.

Conclusion du chapitre

Ce chapitre nous a permis de définir les hypothèses issues des précédentes phases de la recherche. Les hypothèses de recherche s'appuient tout d'abord sur l'analyse théorique. Nous avons découpé cette dernière en quatre chapitres concernant les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés, les effets de l'actionnariat salarié sur l'entreprise, les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise et le modèle. Les hypothèses s'appuient par ailleurs sur la recherche exploratoire conduite auprès des gérants d'épargne salariale et des salariés d'entreprises françaises proposant des formules d'actionnariat salarié. Les hypothèses formulées s'inscrivent dans une typologie en quatre niveaux d'analyse énoncée à l'issue de l'analyse qualitative : les augmentations de capital, l'épargne salariale, les caractéristiques des entreprises et les caractéristiques des salariés.

Une fois les hypothèses de recherche définies, nous avons présenté les données qui permettent leur test empirique. Nous exploitons des données portant sur l'effectif d'une banque française cotée ayant réalisé une ACRS. Nous proposons de mesurer l'investissement en actionnariat des salariés selon trois modalités correspondant à trois variables dépendantes : la décision de participer ou de ne pas participer à l'ACRS (0 : non participation, 1 : participation), le choix du montant à investir (variable TOTALAK) et la proportion de l'épargne salariale investie en actions de l'entreprise après l'ACRS (variable %AS2). Dans la perspective de réaliser le test des hypothèses, les variables indépendantes ont subi plusieurs traitements préalables. Ces traitements concernent l'analyse et le remplacement des valeurs manquantes, la détection et l'élimination des valeurs extrêmes ainsi que la transformation des variables.

Après avoir formulé les hypothèses de la recherche, présenté et traité les données utilisées, nous avons expliqué comment la mesure des variables permettait le test des hypothèses. Le contexte dans lequel s'effectuent les tests empiriques permet de contrôler la variance de la plupart des hypothèses non testées.

Dans la dernière section, nous avons présenté les méthodes d'analyse de données privilégiées. Les méthodes utilisées sont la régression linéaire multiple par les moindres carrés ordinaires, la régression logistique et l'analyse de variance.

Chapitre septième :
Résultats des analyses quantitatives : trois
dimensions de la décision d'investir en
actionnariat salarié

Chapitre septième :

Résultats des analyses quantitatives : trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié

Dans ce chapitre, nous présentons les résultats des analyses quantitatives. Comme nous l'avons indiqué précédemment, ces analyses portent sur trois dimensions de la décision d'investissement des salariés en actions de l'entreprise :

- Investir ou ne pas investir en actionnariat salarié ?
- Quel montant investir en actionnariat salarié ?
- Quel pourcentage du portefeuille d'épargne salariale investir en actionnariat salarié ?

Les deux premières composantes de la décision ont pour cadre une ACRS d'une banque française cotée. La hiérarchisation du chapitre suit la logique suivante. Dans une première section, nous étudions les déterminants de la décision de participer à l'ACRS au travers d'un modèle de régression logistique. Nous examinons ensuite les déterminants du montant investi dans l'ACRS en utilisant un modèle de régression par les moindres carrés ordinaires. Enfin, dans une troisième section, les analyses quantitatives portent sur la proportion d'épargne salariale investie en actionnariat salarié. Au préalable, nous formulons quelques remarques méthodologiques.

Dans les sections suivantes, l'ordre d'entrée des variables indépendantes dans les différents modèles de régression étudiés repose sur la constatation de fortes corrélations entre plusieurs variables indépendantes. De telles corrélations créent des problèmes de multicolinéarité entraînant l'instabilité des coefficients des régressions. Dans le cas présent, la multicolinéarité se concrétise par une inversion du signe des coefficients associés à plusieurs des variables indépendantes. La multicolinéarité a été évaluée d'une part grâce à la matrice des corrélations des variables indépendantes¹⁹², d'autre part en observant les facteurs d'inflation de la variance (VIF). Les couples de variables présentant les plus forts coefficients VIF¹⁹³ sont RANG et (ln_RFA), (rac_ANC) et (AGE2), (ln_TOTALAS) et (%AS), (rac_ES) et (ln_TOTALAS). En conséquence, les analyses multivariées suivantes sont réalisées de façon à ne pas inclure simultanément ces couples de variables. En ce qui concerne les

¹⁹²Voir *infra* p. 266.

¹⁹³Bien qu'il n'existe pas de critère formel de détermination du seuil maximal de VIF à tolérer selon Craney et Surles (2002), les valeurs de 5 ou 10 sont généralement retenues. Nous avons retenu le critère le plus exigeant c'est-à-dire la valeur 5.

variables dichotomiques présentant de fortes corrélations avec les variables métriques (ANC2, LEV2 et MAR), nous mesurons leur influence sur le montant investi dans l'ACRS et la proportion d'épargne salariale détenue en actionnariat salarié grâce à des analyses de variance.

1. Les déterminants de la décision de participer à l'ACRS

Dans cette première section, nous analysons les déterminants de la participation des salariés à l'ACRS. Les données dont nous disposons nous permettent en effet de différencier les salariés ayant participé à l'opération (codage 1) des salariés n'y ayant pas participé (codage 0). La variable dépendante binaire (0/1) suggère l'utilisation de la régression logistique. Il s'agira donc d'évaluer une probabilité de participation. Parmi les modèles probabilistes existant, nous avons donc opté pour la régression logistique. Elle se distingue de la régression probit notamment du point de vue de ses conditions d'utilisation. L'utilisation du modèle probit repose en effet sur l'hypothèse d'une distribution normale des variables beaucoup plus prégnante que pour la régression logistique binaire.

1.1. Régression logistique multivariée

Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, nous nous sommes efforcés de gommer les problèmes de multicolinéarité des variables indépendantes. Pour se faire, nous procédons tout d'abord à des analyses de régression pour les combinaisons de variables présentant les plus faibles facteurs d'inflation de la variance. Nous avons par ailleurs évalué séparément les relations des variables nominales avec la variable dépendante. Dans cette première section consacrée aux déterminants de la participation à l'ACRS, l'unique variable nominale testée est la variable (ANC2) dénotant la présence du salarié à l'effectif lors des précédentes ACRS. La forte corrélation de cette variable avec la variable ancienneté (rac_ANC) cause en effet l'instabilité du coefficient associé à cette variable. Nous ne mesurons pas les relations des variables participation au travers du fonds à effet de levier (LEV2) et statut marital (MAR) avec la probabilité de souscrire. En ce qui concerne la variable (LEV2), son utilisation n'a de sens que pour les salariés ayant souscrit à l'ACRS. Autrement dit, les salariés qui ont souscrit à l'ACRS dans le cadre de l'offre à effet de levier ont fortement participé. Dans le cas de la variable (MAR) indiquant le statut marital, nous disposons uniquement de la civilité des

salariés ayant souscrit à l'ACRS. La civilité est en effet connue grâce aux formulaires de souscription retournés par les salariés à leur entreprise.

1.1.1. Evaluation de la qualité globale des modèles de régression logistique

Nous indiquons par ailleurs plusieurs statistiques permettant de juger de la qualité de l'ajustement des modèles étudiés. Les pseudo R^2 peuvent tout d'abord être interprétés de la même façon que le coefficient de détermination R carré de la régression multiple. Ils témoignent de la proportion de variance de la variable dépendante expliquée par le modèle. Les mesures moyennes des pseudo R^2 de Cox & Snell et de Nagelkerke sont respectivement de 0,291 et de 0,389. De ces deux mesures, seule la seconde permet de retenir une valeur maximale de 100% (Hair, *et al.*, 2006; p. 362). Il convient habituellement de comparer ces mesures à celles obtenues par des recherches étudiant des problématiques similaires. En ce qui concerne notre question de recherche, nous pouvons nous référer à la recherche conduite par Degeorge, *et al.* (2004) dans le cadre de l'ouverture de capital de France Télécom. Dans ce contexte, les auteurs indiquaient un pseudo R^2 d'une valeur de 0,0995. L'adjonction de variables explicatives supplémentaires explique cette différence. Le Chi deux est reporté dans le tableau. Lorsqu'il est significatif, il indique une mauvaise qualité d'ajustement du modèle. Or, cette mesure devient peu fiable en présence d'échantillons de taille importante (Hair, *et al.*, 2006; p. 363). Un dernier critère permettant d'évaluer la qualité prédictive du modèle est celui du reclassement des observations. Dans le cadre de notre recherche, ce test consiste à comparer pour chaque individu le choix réellement effectué au choix prédit par le modèle. Les modèles de régression logistique testés permettent de prédire avec succès le choix de 75% des salariés.

Tableau 89 : Résultats des régressions logistiques – Variable dépendante : participation=1 ; non participation=0 (erreurs standards des estimateurs entre parenthèses)

Variables	Libellés	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8
(Constante)		- 3,1844*** (0,101)	- 3,5624*** (0,101)	- 3,2809*** (0,104)	- 3,5314*** (0,103)	- 11,1226*** (0,375)	- 12,2222*** (0,376)	- 10,7107*** (0,389)	- 11,1770*** (0,386)
ACT	Connaissances financières	0,0584 (0,037)	- 0,0003 (0,036)	0,0128 (0,037)	- 0,0726* (0,036)	0,0129 (0,037)	- 0,0661 (0,037)	- 0,0256 (0,037)	- 0,1249*** (0,037)
AGE2	Age		- 0,0002*** (0,000)		- 0,0002*** (0,000)		- 0,0003*** (0,000)		- 0,0003*** (0,000)
ln_RFA	Rémunération					0,8444*** (0,037)	0,9144*** (0,037)	0,7875*** (0,038)	0,8068*** (0,038)
ln_TOTALAS	AS total	0,1113*** (0,003)	0,1243*** (0,003)			0,1115*** (0,003)	0,1254*** (0,003)		
%AS	Concentration AS			0,9349*** (0,039)	0,8983*** (0,039)			0,9691*** (0,039)	0,9278*** (0,039)
rac_ANC	Ancienneté	- 0,0104 (0,006)		- 0,0017 (0,006)		- 0,0102 (0,006)		- 0,0007 (0,006)	
rac_DES	Nombre de fonds	0,0267 (0,027)	0,0945** (0,027)	0,0435 (0,028)	0,0856** (0,028)	0,0469 (0,026)	0,1108*** (0,027)	0,0734** (0,027)	0,1107*** (0,027)
rac_ES	Epargne salariale totale			0,0028*** (0,000)	0,0040*** (0,000)			0,0026*** (0,000)	0,0038*** (0,000)
rac_ES2010	Epargne salariale (2005)	0,0329*** (0,000)	0,0320*** (0,001)	0,0339*** (0,001)	0,0323*** (0,001)	0,0330*** (0,000)	0,0319*** (0,001)	0,0344*** (0,001)	0,0325*** (0,001)
RANG	Rang hiérarchique	0,1355*** (0,006)	0,1369*** (0,006)	0,1275*** (0,006)	0,1240*** (0,006)				
SEX	Sexe	0,0975*** (0,025)	0,1002*** (0,025)	0,0661** (0,025)	0,0691** (0,025)	0,1216*** (0,024)	0,1121*** (0,024)	0,0910*** (0,024)	0,0850*** (0,024)
N		44 649	44 649	44 649	44 649	44 649	44 649	44 649	44 649
<i>Pseudo R² :</i>									
	- Cox & Snell	0,290	0,295	0,288	0,293	0,289	0,295	0,287	0,293
	- Nagelkerte	0,387	0,394	0,385	0,392	0,386	0,395	0,384	0,392
χ^2		196,201***	203,613***	285,541***	343,505***	232,044***	260,539***	311,787***	358,688***
Reclassement avec succès		74,7%	74,8%	74,3%	74,6%	74,4%	74,7%	74,2%	74,5%

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

1.1.2. Commentaire des résultats

Synthèse des résultats

- Relation négative entre les connaissances financières (ACT) et la décision de participer.
- Relation négative entre l'âge (AGE2) et la décision de participer.
- Relation positive entre la rémunération fixe annuelle (ln_RFA) et la décision de participer.
- Relation positive entre les gains passés (ln_TOTALAS) et la décision de participer.
- Relation positive entre la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié (%AS) et la décision de participer.
- Relation non significative entre l'ancienneté (rac_ANC) et la décision de participer.
- Relation positive entre le nombre de fonds proposés (rac_DES) et la décision de participer.
- Relation positive entre le patrimoine d'épargne salariale (rac_ES) et la décision de participer.
- Relation positive entre le montant reversable déjà épargné (rac_ES2010) et la décision de participer.
- Relation positive entre le rang hiérarchique (RANG) et la décision de participer.
- Relation positive entre le fait d'être un homme (SEX) et la décision de participer.

Les analyses réalisées consistent à évaluer la relation de chacune des variables indépendantes avec la probabilité de participer des salariés. A ce titre, les coefficients positifs (négatifs) désignent une relation positive (négative) entre la variable indépendante et la probabilité de participer à l'ACRS.

Le codage de la variable dichotomique connaissances financières (**ACT**) permet de différencier les salariés spécialisés dans les activités financières. Il s'agit de considérer que, parmi les différentes activités bancaires, les salariés exerçant leur fonction dans le cadre des activités de banque d'investissement, banque de financement, banque privée, fonctions support – finances, fonctions support – risques et gestion d'actifs sont mieux en mesure que leurs collègues d'évaluer les coûts de sous-diversification liés à un investissement en actionnariat salarié. Nous remarquons que, lorsque les coefficients des régressions logistiques sont significatifs, c'est-à-dire pour les modèles 4 et 8, le signe du coefficient est négatif. Compte tenu du codage de la variable dichotomique, le coefficient négatif indique que l'appartenance à l'un des corps de métier mentionnés ci-dessus diminue la probabilité de participer à l'opération. Ce résultat apporte une première confirmation de l'hypothèse formulée concernant cette variable.

Afin de tenir compte de l'effet curvilinéaire de l'âge des salariés, nous avons procédé à la transformation de cette variable. Nous constatons que le coefficient associé à la variable âge (**AGE2**) est négatif. Il indique une relation négative entre l'âge et la probabilité de participer à l'ACRS. Les différentes analyses de régression mettent clairement en évidence la présence d'un effet quadratique. Il s'agit pour cela d'évaluer l'influence incrémentale de l'introduction de variable élevée au carré. Lorsque les variables âge (AGE) et âge élevé au carré (AGE2) sont entrées simultanément dans l'équation de régression, on constate que la variation du coefficient de détermination est significative au seuil de 0,001. Ce phénomène indique la présence d'un effet curvilinéaire. En revanche, la corrélation quasi parfaite entre les variables (AGE) et (AGE2) donne lieu à d'importants phénomènes de multicollinéarité¹⁹⁴. En présence d'une telle multicollinéarité, le signe du coefficient associé à celle des deux variables indépendantes présentant la plus faible corrélation partielle avec la variable dépendante s'inverse. Dans le cas présent, il s'agit de la variable (AGE). Alors que le coefficient associé à cette variable est toujours négatif (au seuil de 0,001), ce signe s'inverse lorsque la variable (AGE2) est intégrée dans l'équation. Compte tenu de ces observations, nous avons choisi de mentionner uniquement les résultats relatifs à la variable âge élevé au carré (AGE2). Les coefficients associés à ces variables nous indiquent que l'âge des salariés est associé négativement à la probabilité de participer à l'ACRS. Ce résultat apporte une première confirmation de l'hypothèse formulée concernant cette variable.

La rémunération fixe (**ln_RFA**) est envisagée comme une contrainte de liquidité à court terme pour les salariés. En conséquence, nous avons mentionné que la rémunération est associée positivement à l'investissement en actionnariat salarié. Les signes des coefficients associés à la rémunération (**ln_RFA**) confirment la relation anticipée.

En mesurant la relation entre la somme totale détenue en actionnariat salarié et l'investissement en actions de l'entreprise, nous supposons que les gains déjà réalisés par le passé sont liés positivement à de nouveaux investissements en actions de l'entreprise. Compte tenu de l'évolution passée du cours de l'action de l'entreprise considérée, il s'agit de considérer que l'importance des gains réalisés jusqu'à l'ACRS du fait de l'investissement en actionnariat salarié constitue un des moteurs de la décision d'investir à nouveau dans ces actifs. De ce point de vue, les gains réalisés augmentent avec le montant investi. Le signe positif associé à la variable (**ln_TOTALAS**) confirme cette hypothèse. Le montant total investi en actionnariat salarié est positivement lié à la probabilité de participer à l'ACRS.

¹⁹⁴Les facteurs d'inflation de la variance associés à chacune des deux variables dépassent la valeur de 100. Or, nous avons mentionnés plus haut que le seuil généralement admis est de 10.

Bien que la variable (%AS) soit fortement corrélée à la variable (ln_TOTALAS), elle reflète une réalité différente. La variable (%AS) témoigne en effet d'une grandeur relative dont l'objectif est de mesurer la proportion d'épargne salariale détenue sous forme d'actions de l'entreprise avant l'ACRS. En considérant le coût de sous-diversification accru supporté par le salarié du fait d'une proportion plus importante de son patrimoine d'épargne salariale investie en actionnariat salarié, nous avons anticipé une relation négative entre la variable (%AS) et l'investissement en actions de l'entreprise. Or, le signe positif du coefficient constaté infirme cette hypothèse. L'observation du résultat obtenu invalide d'autant plus l'hypothèse que la valeur du coefficient est élevée.

La relation prédite entre l'ancienneté (rac_ANC) des salariés et l'investissement en actions de l'entreprise était liée à deux considérations. Compte tenu de l'intensité du capital humain spécifique à l'entreprise reflétée par l'ancienneté, nous avons postulé que la relation prédite est négative. En effet, le capital humain spécifique à l'entreprise se formant notamment avec l'ancienneté, investir dans son entreprise peut comporter un coût de sous-diversification d'autant plus grand que l'ancienneté est importante. En revanche, en assimilant l'ancienneté à un proxy de la familiarité des salariés vis-à-vis de leur entreprise, une relation inverse pouvait être anticipée. Le coefficient négatif associé à l'ancienneté (**rac_ANC**) n'est significatif pour aucune des configurations testées et nous ne pouvons formuler de conclusion concernant la relation de cette variable avec la probabilité de souscrire.

La variable (**rac_DES**) désigne le nombre de choix d'investissements proposés aux salariés dans le cadre de l'épargne salariale. Là encore, la littérature ainsi que l'étude qualitative ne nous a pas permis de formuler le sens de la relation attendu. En effet, plusieurs explications s'opposent. Confrontés à une situation identique, Liang & Weisbenner (2002) énoncent ces deux explications. D'une part, le faible nombre de choix proposés peut avoir un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise compte tenu des comportements de diversification naïve. D'autre part, l'augmentation du nombre de fonds peut confronter les salariés à une surcharge de choix les incitant à sélectionner les actifs qu'ils connaissent le mieux. Dans ce dernier cas, le nombre de fonds a un impact positif sur l'investissement en actionnariat salarié. Le coefficient positif associé à la variable mesurant le nombre de fonds proposés montre que le second effet domine le premier. En conséquence, le nombre de fonds proposés est positivement lié à la probabilité de participer à l'ACRS.

Le montant total investi en épargne salariale (rac_ES) est considéré comme un proxy du patrimoine total du salarié. De ce point de vue, il est susceptible d'être lié positivement à l'investissement en actions de l'entreprise. Empiriquement, l'aversion absolue envers le

risque décroît en effet lorsque le patrimoine augmente. Nous constatons l'existence de ce phénomène grâce au coefficient positif et significatif associé à la variable (**rac_ES**).

La variable (**rac_ES2010**) reflète la possibilité donnée aux salariés de l'entreprise de reverser dans l'ACRS des sommes déjà épargnées au cours des mois de l'année 2005 ayant précédé l'opération. Cette possibilité, parce qu'elle diminue le coût de l'épargne supplémentaire, peut augmenter l'investissement en actions de l'entreprise. Le coefficient associé à la variable indique que l'importance des fonds potentiellement reversables est liée positivement à la participation à l'ACRS.

En ce qui concerne le rang hiérarchique (**RANG**), bien que son influence ait été identifiée au cours des chapitres précédents, nous ne sommes pas en mesure de spécifier d'anticipation concernant le sens de relation. En revanche, dans le cas de l'opération étudiée et compte tenu de la forte progression du cours de l'action enregistrée depuis l'ACRS, nous avons anticipé un lien positif entre la variable et l'investissement en actions de l'entreprise. Un second argument issu de l'étude qualitative nous permet d'énoncer le sens de cette relation. Il s'agit de l'adhésion supposée des cadres chargés de promouvoir et de mettre en œuvre les décisions prises au niveau supérieur. Dans le contexte spécifique étudié, nous considérons que le signe positif associé à la variable (**RANG**) nous permet d'apporter une première confirmation de l'hypothèse formulée.

L'hypothèse formulée à propos du sexe des salariés permet d'anticiper des investissements en actionnariat salarié plus importants pour les hommes. Le codage de la variable (**SEX**) conditionne l'interprétation du lien avec l'investissement en actionnariat salarié. Le coefficient positif constaté implique que le fait d'être un homme augmente la probabilité de souscription.

En ce qui concerne les valeurs absolues des coefficients, elles indiquent la force de la relation de chacune des variables dépendantes avec la probabilité de souscrire. On remarque ainsi par ordre d'importance les relations des variables (%AS) (concentration en actionnariat salarié), (ln_RFA) (rémunération), (ACT) (connaissances financières), (RANG) (rang hiérarchique), (ln_TOTALAS) (actionnariat salarié total), (SEX) (sexe), (rac_DES) (nombre de fonds), (rac_ES2010) (épargne salariale 2005), (rac_ES) (épargne salariale totale), et (AGE2) (âge) avec la probabilité de participer à l'ACRS. Ce classement sommaire apporte un critère d'évaluation supplémentaire de l'importance du pouvoir explicatif des variables indépendantes. S'il n'est pas étonnant de trouver en seconde position la rémunération qui

constitue une contrainte de liquidité à court terme pour les salariés, il est inattendu de constater l'importance décisive de la variable (%AS).

En dehors des variables exclues de l'analyse pour des raisons de multicollinéarité, la variable (rac_LEV) mesurant l'importance de l'investissement dans le fonds à effet de levier n'a pas été retenue. En effet, cette variable concerne uniquement les salariés ayant participé à l'ACRS.

1.2. Régression logistique pour la variable (ANC2)

Synthèse des résultats

- Relation non significative entre la présence aux précédentes ACRS (ANC2) et la décision de participer.

Dans ce paragraphe, nous mesurons la relation entre la probabilité de participer et la présence aux précédentes ACRS mesurée par la variable (ANC2). Lorsque nous procédons à l'analyse logistique en incluant uniquement la variable (ANC2), nous observons un coefficient positif mais non significatif comme l'indique le tableau suivant.

Tableau 90 : Résultats de la régression logistique pour la variable (ANC2)

	B	Erreur standard	Sig.
ANC2	0.020	0.012	0,113
Constant	- 0.254	0.033	0,000

Le coefficient n'est pas significatif et nous ne pouvons conclure à l'existence d'une relation entre la variable (ANC2) et la probabilité de souscrire à l'ACRS.

Dans la section suivante, nous étudions les déterminants du montant investi dans l'ACRS.

2. Les déterminants du montant investi dans l'ACRS

Cette deuxième phase des analyses quantitatives a pour objectif de mettre en évidence les déterminants du montant investi dans l'ACRS. Après avoir examiné la décision de

participer à l'ACRS, nous nous intéressons donc à une deuxième dimension de la décision d'investir du salarié : celle du choix du montant à investir. Les analyses quantitatives portent donc uniquement sur les salariés ayant souscrit à l'opération. La variable dépendante est le montant investi dans l'ACRS en euros soit la variable (**rac_TOTALAK**). Le caractère métrique de cette variable suggère l'utilisation de la régression multiple. Certaines des variables dont nous souhaitons mesurer la relation avec le montant investi dans l'ACRS ne sont pas métriques et présentent de fortes corrélations avec d'autres variables indépendantes. Il s'agit des variables (ANC2) (présence lors des ACRS précédentes), (LEV2) (souscription à l'offre à effet de levier) et (MAR) (statut marital des femmes). Intégrer ces variables dans les analyses de régression provoque des problèmes de multicollinéarité rendant les coefficients instables. Nous mesurons l'influence de ces variables grâce à des analyses de variance.

2.1.Régressions multivariées

Après avoir évalué la qualité globale des modèles de régression, nous commentons les résultats obtenus.

2.1.1.Evaluation de la qualité globale du modèle

L'utilisation de la régression multiple dans le cadre d'une recherche en coupe transversale suppose que trois conditions soient respectées :

- Linéarité du phénomène mesuré ;
- Variance constante de l'erreur de prédiction (homoscédasticité) ;
- Distribution normale de l'erreur de prédiction.

Ces trois conditions sont évaluées grâce à l'analyse des résidus des régressions. Nous reportons en annexe les histogrammes présentant la distribution des résidus ainsi que les graphiques des résidus studentisés en fonction des valeurs prises par la variable dépendante pour chacun des modèles de régression. Ces derniers graphiques n'indiquent pas de sérieux problèmes d'hétéroscédasticité. En effet, la variance des résidus est constante pour les différentes valeurs de la variable dépendante. Par ailleurs, la représentation graphique n'indique pas la présence de relation non linéaire non prise en compte par les régressions. Enfin, les histogrammes des résidus montrent des distributions normales.

Une fois évalué le respect des hypothèses de la régression multiple, le principal critère d'évaluation du pouvoir explicatif d'un modèle de régression multiple est le coefficient de

détermination R^2 . Nous l'avons reporté dans le tableau présentant les résultats des différents modèles de régression étudiés. Ce dernier coefficient présente une valeur moyenne de 0,664 pour l'ensemble des régressions. Les seuils de significativité des tests F de Fisher indiquent par ailleurs que les variables indépendantes prédisent la variable dépendante de façon satisfaisante. En ce qui concerne les facteurs d'inflation de la variance, les combinaisons d'entrée des variables permettent de réduire sensiblement leur importance. Nous présentons ci-dessous les facteurs d'inflation de la variance pour chacun des modèles de régression. Nous pouvons constater qu'aucun d'entre eux n'est supérieur à la valeur deux. Il est donc possible de conclure à l'absence de multicollinéarité entre les variables dépendantes.

Tableau 91 : Facteurs d'inflation de la variance – VD : rac TOTALAK

	1	2	3	4	5	6	7	8
ACT	1,111	1,078	1,119	1,090	1,122	1,097	1,126	1,104
AGE2		1,117		1,176		1,125		1,174
ln RFA					1,553	1,530	1,733	1,677
ln_TOTALAS	1,151	1,206			1,152	1,201		
pourAS			1,155	1,151			1,161	1,158
rac_ANC	1,143		1,136		1,154		1,153	
rac_DES	1,142	1,141	1,173	1,167	1,124	1,121	1,152	1,145
rac_ES			1,530	1,692			1,616	1,753
rac_ES2010	1,297	1,306	1,396	1,423	1,305	1,320	1,386	1,419
rac_LEV	1,088	1,086	1,100	1,097	1,097	1,095	1,117	1,112
RANG	1,541	1,522	1,634	1,609				
SEX	1,162	1,162	1,166	1,167	1,140	1,141	1,148	1,149

Dans le prochain paragraphe, nous commentons les coefficients des analyses de régressions multiples présentés dans le tableau suivant.

Tableau 92 : Résultats des régressions MCO – Variable dépendante : rac TOTALAK (erreurs standards des estimateurs entre parenthèses)

Variables	Libellés	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8
(Constante)		7,673*** (1,177)	-2,399* (1,114)	12,715 (1,186)	0,440 (1,100)	- 370,572*** (4,099)	- 395,007*** (3,982)	- 342,236*** (4,345)	- 365,225*** (4,134)
ACT	Connaissances financières	5,966*** (0,418)	6,933*** (0,413)	5,231*** (0,410)	5,867*** (0,404)	3,391*** (0,384)	3,398*** (0,378)	3,258*** (0,382)	3,019*** (0,373)
AGE2	Age		- 0,002*** (0,000)		- 0,004*** (0,000)		- 0,004*** (0,000)		- 0,005*** (0,000)
ln_RFA	Rémunération					40,274*** (0,413)	41,953*** (0,407)	37,459*** (0,433)	38,875*** (0,420)
ln_TOTALAS	AS total	0,111* (0,046)	0,125** (0,048)			-0,017 (0,042)	0,132** (0,043)		
%AS	Concentration AS			- 3,012*** (0,543)	- 3,560*** (0,541)			- 0,445 (0,505)	- 0,598 (0,498)
rac_ANC	Ancienneté	- 1,679*** (0,089)		- 2,048*** (0,087)		- 1,180*** (0,082)		- 1,482*** (0,081)	
rac_DES	Nombre de fonds	0,979** (0,317)	1,713*** (0,318)	0,178 (0,314)	1,069*** (0,313)	0,585* (0,288)	1,234*** (0,285)	0,277 (0,289)	0,948** (0,284)
rac_ES	Epargne salariale totale			0,060*** (0,002)	0,070** (0,002)			0,035*** (0,002)	0,048*** (0,002)
rac_ES2010	Epargne salariale (2005)	0,225*** (0,007)	0,223*** (0,007)	0,154*** (0,007)	0,137*** (0,007)	0,179*** (0,006)	0,167*** (0,006)	0,138*** (0,007)	0,113*** (0,006)
rac_LEV	Effet de levier (montant)	0,370*** (0,003)	0,367*** (0,003)	0,381*** (0,003)	0,378*** (0,003)	0,348*** (0,003)	0,343*** (0,003)	0,355*** (0,003)	0,351*** (0,003)
RANG	Rang hiérarchique	5,163*** (0,075)	5,346*** (0,075)	4,581*** (0,076)	4,736*** (0,075)				
SEX	Sexe	5,510*** (0,314)	5,458*** (0,316)	5,542*** (0,308)	5,460*** (0,308)	4,354*** (0,285)	4,139*** (0,283)	4,395*** (0,284)	4,129*** (0,280)
N		20 159	20 159	20 159	20 159	20 159	20 159	20 159	20 159
F		4 238,601***	4 183,363***	4 038,896***	4 056,464***	5 534,022***	5 649,808***	5 047,688***	5250,883***
R ² ajusté		0,627	0,624	0,643	0,644	0,687	0,692	0,693	0,701

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

2.1.2. Commentaire des résultats

Synthèse des résultats

- Relation positive entre les connaissances financières (ACT) et le montant investi.
- Relation négative entre l'âge (AGE2) et le montant investi.
- Relation positive entre la rémunération fixe annuelle (ln_RFA) et le montant investi.
- Relation positive entre les gains passés (ln_TOTALAS) et le montant investi.
- Relation négative entre la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié (%AS) et le montant investi.
- Relation négative entre l'ancienneté (rac_ANC) et le montant investi.
- Relation positive entre le nombre de fonds proposés (rac_DES) et le montant investi.
- Relation positive entre le patrimoine d'épargne salariale (rac_ES) et le montant investi.
- Relation positive entre le montant reversable déjà épargné (rac_ES2010) et le montant investi.
- Relation positive entre le montant investi dans le fonds à effet de levier (rac_LEV) et le montant investi.
- Relation positive entre le rang hiérarchique (RANG) et le montant investi.
- Relation positive entre le fait d'être un homme (SEX) et le montant investi.

Les analyses réalisées évaluent la relation de chacune des variables indépendantes avec le montant investi par les salariés dans l'ACRS mesuré par la variable (rac_TOTALAK). A ce titre, les coefficients positifs (négatifs) désignent une relation positive (négative) entre la variable indépendante et le montant investi dans l'ACRS.

Plusieurs commentaires peuvent être formulés à ce stade de l'analyse. Plusieurs résultats convergent tout d'abord avec ceux de la section précédente qui considérait la probabilité de souscrire comme variable dépendante. En outre, un nouveau résultat se dégage concernant la relation des sommes investies dans l'offre à effet de levier (rac_LEV) et le montant total investi dans l'ACRS (rac_TOTALAK). Enfin, certains résultats sont en contradiction avec ceux observés dans la section précédente.

En ce qui concerne les signes associés aux coefficients, les résultats convergent en effet avec les résultats des régressions logistiques. Ainsi, nous pouvons constater que ces signes sont identiques à ceux obtenus dans la section précédente pour les variables (AGE2) (âge), (ln_RFA) (rémunération), (ln_TOTALAS) (actionnariat salarié total), (rac_ANC) (ancienneté), (rac_DES) (nombre de fonds), (rac_ES) (épargne salariale totale), (rac_ES2010)

(épargne salariale 2005), (**RANG**) (rang hiérarchique) et (**SEX**) (sexe). En l'occurrence, les signes associés aux coefficients des régressions indiquent une relation positive entre les variables (**ln_RFA**), (**ln_TOTALAS**), (**rac_DES**), (**rac_ES**), (**rac_ES2010**), (**RANG**) et (**SEX**) et la variable dépendante (**rac_TOTALAK**) soit le montant total investi dans l'ACRS. Une relation négative des variables (**AGE2**) et (**rac_ANC**) est par ailleurs observée avec la variable dépendante.

Dans cette deuxième section, nous avons testé l'influence de la variable (**rac_LEV**) qui mesure le montant de l'investissement des salariés en actions de l'entreprise dans le fonds à effet de levier. Nous rappelons que l'offre à effet de levier présente pour les salariés l'avantage de limiter la contrainte de liquidité à court terme. En effet, cette offre consiste pour les salariés y souscrivant à acheter une action pour en obtenir neuf supplémentaires financées par un emprunt remboursé automatiquement à l'échéance de cinq ans par prélèvement sur les décotes octroyées et les gains en capitaux réalisés. L'apport personnel du salarié équivaut de ce point de vue à un dixième de la somme totale investie. La variable, telle que nous en avons tenu compte dans les analyses intègre la totalité de la souscription dans le fonds à effet de levier c'est-à-dire l'apport du salarié augmenté des actions financées par emprunt bancaire. C'est en effet sur cette somme que s'applique les limitations légales du quart de la rémunération brute annuelle et la limite énoncée par l'entreprise de 40 000 euros. De ce point de vue, la relation entre la variable (**rac_LEV**) et le montant total investi dans l'opération est positive. Ce lien confirme l'hypothèse formulée concernant cette variable dans le chapitre précédent. Il convient toutefois de préciser que, lorsque le test s'applique sur le montant effectivement investi par le salarié – soit le dixième de la souscription totale – le sens de la relation devient négatif au seuil de 0,001 (Aubert, 2006). Ce phénomène s'explique par la vocation même des fonds à effet de levier évoquée lors de la phase qualitative de notre recherche. Ils ont en effet pour objectif de stimuler les faibles souscriptions effectuées par les salariés bénéficiant des plus faibles rémunérations.

D'autres résultats diffèrent des relations observées dans la section précédente. Les coefficients négatifs associés à la variable (**rac_ANC**) sont désormais significatifs et permettent de confirmer le sens de la relation prédite. Deux autres résultats sont en contradiction avec les relations observées précédemment. Ils concernent les variables (**%AS**) et (**ACT**). Pour la première, le sens de la relation est désormais inversé alors même que la valeur du coefficient y étant associé indiquait son importance pour la décision de participer à l'ACRS. Les résultats indiquent que bien qu'elle influence positivement la participation, la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié (**%AS**) a un effet négatif sur le

montant investi une fois la décision de participer prise. La relation est ensuite inversée pour la variable (**ACT**) témoignant des connaissances financières des salariés de la banque. Ce phénomène indique que, parmi les salariés ayant participé, leurs connaissances financières ont joué un rôle positif sur le montant souscrit.

En ce qui concerne les valeurs absolues des coefficients, elles témoignent de l'intensité de la relation existant entre la variable dépendante et chacune des variables indépendantes. Si nous nous référons aux coefficients standardisés qui permettent de comparer les estimateurs sur une base commune, l'ordre d'importance des coefficients est le suivant : (ln_RFA), (rac_LEV), (RANG), (rac_ES), (rac_ES2010), (AGE2), (rac_ANC), (SEX), (ACT), (%AS), (rac_DES), (ln_TOTALAS). Nous pouvions anticiper l'importance de la variable (rac_LEV) compte tenu de sa forte corrélation partielle avec la variable dépendante. Nous savons en effet que la somme souscrite dans le cadre du fonds à effet de levier est une des composantes de la souscription totale. La logique de l'introduction de cette variable est d'étudier le signe de sa relation avec la variable dépendante plutôt que d'augmenter le pouvoir prédictif des modèles de régression. Les analyses nous ont permis de confirmer l'hypothèse formulée sur cette variable.

2.2. Analyses de variance

Synthèse des résultats

- La souscription des femmes célibataires est significativement supérieure à celle des femmes mariées (variable MAR).
- La moyenne de souscription des salariés ayant été les moins exposés à des ACRS est la plus forte (variable ANC2).
- La moyenne de souscription est plus forte pour les salariés qui ont investi dans le cadre du fonds à effet de levier (variable LEV2).

L'analyse de variance nécessite que la variance de la variable dépendante soit homogène au sein de chacune des modalités étudiées de la variable indépendante. Cette condition peut être évaluée graphiquement et grâce au test de Levene. Un test significatif indique que la variance de la variable dépendante est hétérogène entre les différents groupes de la variable indépendante. Lorsque cette condition n'est pas respectée, il demeure possible

de procéder à une analyse de variance si la taille des populations de chaque groupe de la variable dépendante est comparable. Si aucune de ces deux conditions n'est respectée, la fiabilité des résultats de l'analyse de variance mesurée par le test F peut être remise en cause. Il convient alors de procéder à des tests alternatifs robustes permettant de pallier l'hétérogénéité des variances. En conséquence, nous présentons pour chacune des variables étudiées des statistiques descriptives, des analyses graphiques ainsi que les tests de Levene permettant d'évaluer l'homogénéité de la variance de la variable dépendante (rac_TOTALAK) au sein des groupes. Lorsque les conditions d'homogénéité ne sont pas remplies, nous présentons les tests robustes d'analyse de la variance.

Les analyses portent sur la variable (MAR) indiquant le statut marital des femmes ayant participé à l'opération, la variable (ANC2) mentionnant la présence dans l'effectif lors des ACRS précédentes et la variable (LEV2) indiquant la souscription à l'ACRS dans le cadre de l'offre à effet de levier.

2.2.1. Le statut marital (MAR)

Il s'agit de tester l'hypothèse formulée concernant le statut marital. Dans le chapitre précédent, l'hypothèse selon laquelle le statut marital s'accompagnait d'effets de diversification rendant plus propice l'investissement en actions de l'entreprise avait été formulée.

Le tableau suivant présente les statistiques descriptives relatives à chaque modalité de la variable indépendante. Nous constatons que la taille des deux groupes considérés est différente. Par ailleurs la moyenne de souscription des femmes mariées est plus faible que celle des femmes non mariées.

Tableau 93 : Statistiques descriptives – VD : rac_TOTALAK – VI : MAR¹⁹⁵

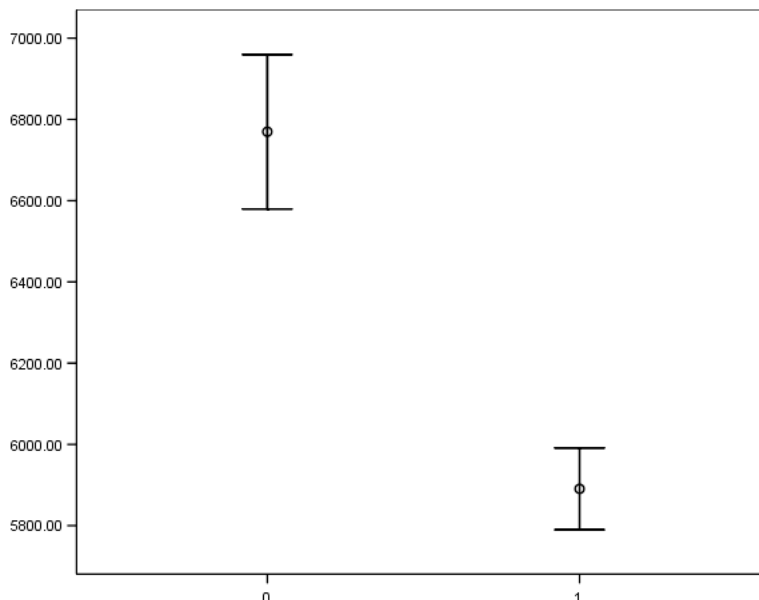
MAR	N	Moyenne	Erreur standard	Intervalle de confiance (95%)	
				Limite inférieure	Limite supérieure
Mademoiselle (0)	3 003	6 769,69	85,26	6 602,56	6 936,82
Madame (1)	7 249	5 890,58	54,88	5 783,00	5 998,15

La figure suivante montre une représentation graphique des moyennes de souscription pour chacune des modalités considérées et de leur intervalle de confiance. Deux remarques peuvent être formulées concernant cette figure. Elle indique tout d'abord une plus forte

¹⁹⁵ Les sigles VD et VI désignent les variables dépendantes et indépendantes.

moyenne de souscription pour les femmes non mariées (modalité 0) que pour les femmes mariées (modalité 1). De plus, l'intervalle de confiance est différent pour les deux modalités.

Figure 23 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : MAR



Le test de Levene significatif présenté dans le tableau suivant confirme la remarque issue de l'analyse du graphique précédent. Il conclut à l'hétérogénéité de la variance du montant investi dans l'ACRS pour les femmes mariées et les femmes non mariées.

Tableau 94 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : MAR

Statistique de Levene	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
65,73	1,00	10 250	0,00

Le tableau suivant présente les résultats de l'analyse de variance.

Tableau 95 : Analyse de la variance – VD : TOTALAK – VI : MAR

	Somme des carrés	Degré de liberté	Carré moyen	F	Sig.
Inter groupes	1641030026,25	1,00	1641030026,25	75,17	0,00
Intra groupes	223765205626,29	10250,00	21830751,77		
Total	225406235652,54	10251,00			

Le seuil de risque significatif du test F indique une différence significative dans le niveau de souscription des deux groupes considérés. Or, compte tenu de l'hétérogénéité des variances constatées, la fiabilité de ce test peut être mise en cause. Nous proposons donc d'analyser les tests de Welch et Brown-Forsythe qui sont des alternatifs au test F.

Tableau 96 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : rac TOTALAK – VI : MAR

	Statistique	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
Welch	64,17	1,00	4 774,38	0,00
Brown-Forsythe	64,17	1,00	4 774,38	0,00

Les seuils de risque significatifs des deux tests confirment la conclusion du F test. Nous pouvons donc conclure à des niveaux de souscription différents selon les groupes considérés. En l'occurrence, la souscription des femmes célibataires est significativement supérieure à celle des femmes mariées. Cette conclusion infirme l'hypothèse selon laquelle le statut de femme mariée avait un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise mesuré ici par le montant investi dans l'ACRS.

2.2.2. Présence dans l'effectif lors des précédentes augmentations de capital réservées (ANC2)

Il s'agit de tester l'hypothèse formulée concernant le nombre d'opérations auxquelles les salariés ont assisté. Le codage de la variable sépare la population en trois groupes : les salariés présents à l'effectif lors d'une, deux ou trois opérations d'ACRS. L'hypothèse formulée consiste à considérer que le nombre d'opérations avait une relation positive avec l'investissement en actions de l'entreprise.

Le tableau suivant présente les statistiques descriptives relatives à chaque modalité de la variable indépendante. Comme dans la sous section précédente, nous constatons que la taille des trois groupes considérés est différente. Par ailleurs, la moyenne de souscription des salariés est plus élevée pour les salariés présents uniquement à la dernière ACRS.

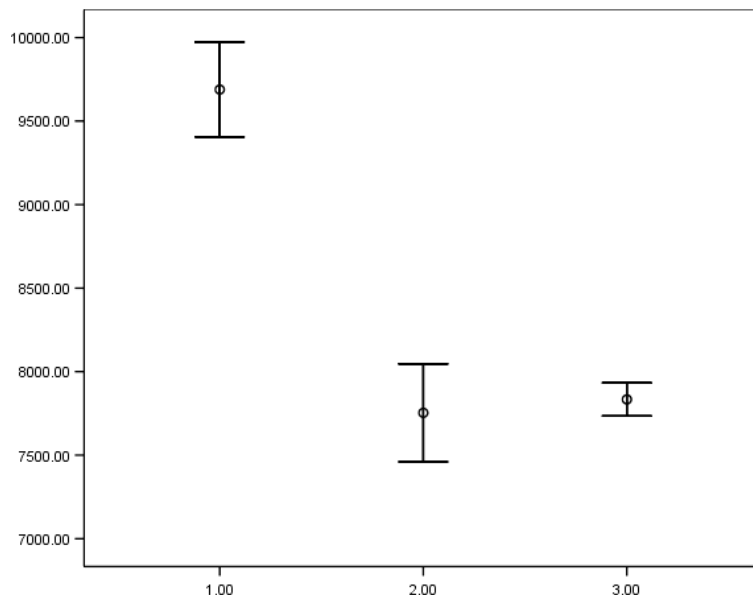
Tableau 97 : Statistiques descriptives – VD : rac TOTALAK – VI : ANC2

ANC2	N	Moyenne	Erreur standard	Intervalle de confiance (95%)	
				Limite inférieure	Limite supérieure
Une ACRS (1)	3 448	9 688,86	8 507,39	144,88	9 404,80
Deux ACRS (2)	2 039	7 753,63	6 746,13	149,40	7 460,64
Trois ACRS (3)	14 672	7 833,88	6 119,60	50,52	7 734,86

La figure suivante montre une représentation graphique des moyennes de souscription pour chacune des modalités considérées. Ce schéma confirme visuellement les constatations du tableau précédent. En l'occurrence, la moyenne de souscription est plus forte pour les

salariés les moins anciens dans l'entreprise. On remarque en outre que l'intervalle de confiance est différent pour les trois modalités.

Figure 24 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2



Le test de Levene significatif présenté dans le tableau suivant confirme la remarque issue de l'analyse du graphique précédent. Il conclut à l'hétérogénéité de la variance du montant investi dans l'ACRS pour les différents groupes étudiés.

Tableau 98 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2

Statistique de Levene	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
229,05	2,00	20 156	0,00

Le tableau suivant présente les résultats de l'analyse de variance.

Tableau 99 : Analyse de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2

	Somme des carrés	Degré de liberté	Carré moyen	F	Sig.
Inter groupes	9950743803,36	2,00	4975371901,68	112,47	0,00
Intra groupes	891650745936,35	20156,00	44237484,91		
Total	901601489739,71	20158,00			

Le seuil de risque du test F indique une différence significative dans le niveau de souscription des trois groupes considérés. Or, compte tenu de l'hétérogénéité des variances constatées, la fiabilité de ce test peut être mise en cause. Nous proposons donc d'analyser les tests de Welch et Brown-Forsythe.

Tableau 100 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : rac TOTALAK – VI : ANC2

	Statistique	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
Welch	74,68	2,00	4 151,15	0,00
Brown-Forsythe	89,57	2,00	6 591,67	0,00

Les seuils de risque significatifs des deux tests confirment la conclusion du test F. Nous pouvons donc conclure à des niveaux de souscription significativement différents selon les groupes considérés. La moyenne de souscription des salariés les moins anciens dans l'effectif est la plus forte. Vient ensuite la souscription moyenne des salariés présents à l'effectif au cours des trois opérations. Ces résultats infirment l'hypothèse formulée sur cette variable. Ils indiquent en effet que le nombre d'ACRS n'augmente pas le montant souscrit.

Compte tenu de la présence de trois modalités, nous pouvons analyser si ces différences de moyenne de souscription sont significatives lorsqu'elles sont considérées deux à deux. Une telle analyse est possible en réalisant un test des contrastes. Il s'agit de comparer la modalité 1 à la modalité 3 (contraste 1), la modalité 1 à la modalité 2 (contraste 2) et la modalité 2 à la modalité 3 (contraste 3). Le tableau suivant présente les résultats de ces analyses de contrastes.

Tableau 101 : Contrastes entre les modalités – VD : rac TOTALAK – VI : ANC2

Contraste	Valeur du contraste	Erreur standard	t	Degré de liberté	Sig.
1	1 854,9787	153,43756	12,089	4 321,262	0,000
2	1 935,2372	208,11179	9,299	5 038,854	0,000
3	-80,2585	157,70963	-0,509	2 526,185	0,611

Les deux premiers couples de variables étudiés au travers des deux premiers contrastes présentent des coefficients significatifs. Ce résultat peut être interprété comme une première confirmation des résultats précédents pour les salariés les moins anciens dans l'entreprise. En revanche, on ne constate pas de différences de moyenne de souscription pour les deux groupes les plus anciens. Ce résultat s'oppose à notre prédiction et infirme l'hypothèse formulée sur la relation de la variable (ANC2) avec l'investissement en actions de l'entreprise mesuré ici par le montant investi dans l'ACRS.

2.2.3. La participation à l'opération dans le cadre du fonds à effet de levier (LEV2)

Nous testons l'influence de la souscription au travers de l'offre à effet de levier sur la souscription totale. L'hypothèse formulée stipulait que les fonds à effet de levier avaient un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Ce test vient en complément du test de la relation de la variable (rac_LEV) avec le montant total investi dans le cadre des analyses de régression.

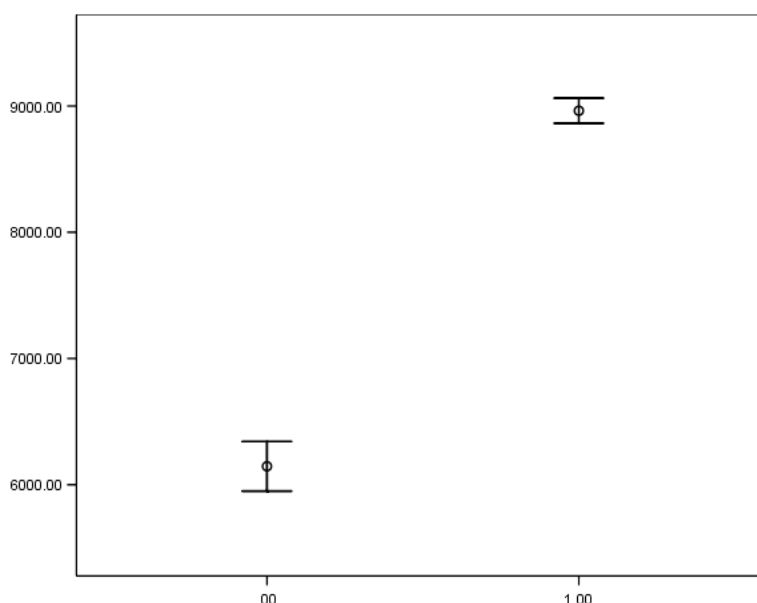
Le tableau suivant présente les statistiques descriptives relatives à chaque modalité de la variable indépendante. Nous constatons que la taille des deux groupes considérés est différente. Par ailleurs la moyenne de souscription des salariés ayant opté pour l'offre à effet de levier est plus élevée que celle des salariés qui n'ont pas souscrit au travers de ces fonds. .

Tableau 102 : Statistiques descriptives – VD : rac TOTALAK – VI : LEV2

LEV2	N	Moyenne	Erreur standard	Intervalle de confiance (95%)	
				Limite inférieure	Limite supérieure
Non Participation (0)	5 867	6 146,30	7 651,67	99,90	5 950,46
Participation (1)	14 292	8 962,73	6 062,01	50,71	8 863,33

La figure suivante montre une représentation graphique des moyennes de souscription pour chacune des modalités considérées. Ce schéma confirme visuellement les constatations du tableau précédent. En l'occurrence, la moyenne de souscription est plus forte pour les salariés qui ont investi dans le cadre du fonds à effet de levier. On remarque en outre que la variance du montant souscrit est différente pour les deux modalités.

Figure 25 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : LEV2



Le test de Levene significatif présenté dans le tableau suivant confirme la remarque issue de l'analyse du graphique précédent. Il conclut à l'hétérogénéité de la variance du montant investi dans l'ACRS pour les différents groupes étudiés.

Tableau 103 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : rac TOTALAK – VI : LEV2

Statistique de Levene	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
172,82	1,00	20 157	0,00

Le tableau suivant présente les résultats de l'analyse de variance.

Tableau 104 : Analyse de la variance – VD : rac TOTALAK – VI : LEV2

	Somme des carrés	Degré de liberté	Carré moyen	F	Sig.
Inter groupes	32994203846,90	1,00	32994203846,90	765,67	0,00
Intra groupes	868607285892,82	20157,00	43092091,38		
Total	901601489739,71	20158,00			

Le seuil de risque du test F indique une différence significative dans le niveau de souscription des trois groupes considérés. Or, compte tenu de l'hétérogénéité des variances constatées, la fiabilité de ce test peut être mise en cause. Nous proposons donc d'analyser les tests de Welch et Brown-Forsythe.

Tableau 105 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : rac TOTALAK – VI : LEV2

	Statistique	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
Welch	632,03	1,00	9 032,14	0,00
Brown-Forsythe	632,03	1,00	9 032,14	0,00

Les seuils de risque significatifs des deux tests confirment la conclusion du test F. Nous pouvons donc conclure à des niveaux de souscription significativement différents selon les groupes considérés. Nous confirmons donc l'hypothèse selon laquelle la souscription dans le cadre de l'offre à effet de levier est liée positivement à l'investissement en actions de l'entreprise mesuré ici par le montant investi dans l'ACRS.

3. Les déterminants de la proportion d'épargne salariale détenue en actions de l'entreprise

Cette troisième phase des analyses quantitatives a pour objectif de mettre en évidence les déterminants de la proportion d'épargne salariale investie en actionnariat salarié. Après

avoir examiné la décision de participer à l'ACRS et le montant investi dans cette opération, nous nous intéressons à une troisième dimension de la décision d'investir du salarié : celle de la proportion d'épargne salariale investie en actions de l'entreprise (%AS2). Les analyses quantitatives portent à nouveau sur les salariés ayant souscrit à l'ACRS puisque nous souhaitons mesurer l'effet de l'investissement dans l'offre à effet de levier. La variable dépendante est la proportion d'épargne salariale investie en actions de l'entreprise à l'issue de l'ACRS soit la variable (%AS2). Le caractère métrique de cette variable suggère l'utilisation de la régression multiple. Comme dans les sections précédentes, certaines des variables dont nous souhaitons mesurer la relation avec la proportion d'actionnariat salarié ne sont pas métriques et présentent de fortes corrélations avec d'autres variables indépendantes. Afin de limiter les phénomènes de multicollinéarité, nous mesurons séparément la relation de ces variables avec la proportion investie en actions de l'entreprise.

3.1.Régressions multivariées

Après avoir évalué la qualité globale des modèles de régression, nous commentons les résultats obtenus.

3.1.1.Evaluation de la qualité globale du modèle

Comme dans la section précédente, nous évaluons le respect des hypothèses de la régression multiple, c'est-à-dire :

- La linéarité du phénomène mesuré ;
- La variance constante de l'erreur de prédiction (homoscédasticité) ;
- La distribution normale de l'erreur de prédiction.

Nous reportons en annexe les histogrammes présentant la distribution des résidus ainsi que les graphiques des résidus studentisés en fonction des valeurs prises par la variable dépendante pour chacun des modèles de régression. Ces derniers graphiques n'indiquent pas de sérieux problèmes d'hétéroscédasticité. En effet, la variance des résidus est constante pour les différentes valeurs prises par la variable dépendante. De plus, la représentation graphique n'indique pas la présence de relation non linéaire non prise en compte par les régressions. Enfin, les histogrammes des résidus montrent des distributions normales.

Une fois évalué le respect des hypothèses de la régression multiple, le principal critère d'évaluation du pouvoir explicatif d'un modèle de régression multiple est le coefficient de

détermination R^2 . Nous l'avons reporté dans le tableau présentant les résultats des différents modèles de régression étudiés. Ce dernier coefficient présente une valeur moyenne de 0,205 pour l'ensemble des régressions. Les seuils de significativité des tests F de Fisher indiquent par ailleurs que les variables indépendantes prédisent la variable dépendante de façon satisfaisante. En ce qui concerne les facteurs d'inflation de la variance, les combinaisons d'entrée des variables permettent de réduire sensiblement leur importance. Nous présentons ci-dessous les facteurs d'inflation de la variance pour chacun des modèles de régression. Nous pouvons constater qu'aucun d'entre eux n'est supérieur à la valeur deux. Il est donc possible de conclure à l'absence de multicollinéarité entre les variables dépendantes.

Tableau 106 : Facteurs d'inflation de la variance – VD : %AS2

	1	2	3	4	5	6	7	8
ACT	1,108	1,074	1,109	1,077	1,117	1,092	1,118	1,093
AGE2		1,024		1,176		1,034		1,173
ln RFA					1,529	1,522	1,725	1,666
rac_ANC	1,097		1,131		1,106		1,150	
rac_DES	1,139	1,133	1,142	1,133	1,121	1,115	1,124	1,115
rac_ES			1,407	1,568			1,475	1,611
rac_ES2010	1,223	1,224	1,387	1,415	1,232	1,235	1,380	1,412
rac_LEV	1,088	1,086	1,097	1,094	1,097	1,095	1,113	1,107
RANG	1,518	1,509	1,634	1,608				
SEX	1,162	1,162	1,162	1,162	1,140	1,141	1,140	1,141

Dans le paragraphe suivant, nous commentons les coefficients des analyses de régressions multiples présentés dans le tableau suivant.

Tableau 107 : Résultats des régressions MCO – Variable dépendante : %AS2 (erreurs standards des estimateurs entre parenthèses)

Variables	Libellés	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8
(Constante)		90,880*** (1,076)	86,340*** (0,979)	88,306*** (1,057)	86,607*** (0,963)	86,997 (4,140)	70,165 (4,034)	44,058 (4,307)	40,616*** (4,135)
ACT	Connaissances financières	- 3,980*** (0,387)	- 4,296*** (0,378)	- 3,545*** (0,379)	- 3,781*** (0,373)	- 3,915*** (0,389)	- 4,323*** (0,382)	- 3,741*** (0,381)	- 4,057*** (0,376)
AGE2	Age		- 0,003*** (0,000)		- 0,001*** (0,000)		- 0,003*** (0,000)		- 0,002*** (0,000)
Ln_RFA	Rémunération					0,472 (0,415)	1,763*** (0,412)	4,764*** (0,432)	4,955*** (0,424)
rac_ANC	Ancienneté	- 0,638*** (0,081)		- 0,224** (0,080)		- 0,668*** (0,081)		- 0,203* (0,081)	
rac_DES	Nombre de fonds	- 6,838*** (0,293)	- 6,396*** (0,290)	- 6,389*** (0,287)	- 6,233*** (0,286)	- 6,534*** (0,291)	- 6,147*** (0,288)	- 6,109*** (0,285)	- 5,980*** (0,284)
rac_ES	Epargne salariale			- 0,053*** (0,002)	- 0,048*** (0,002)			- 0,053*** (0,002)	- 0,048*** (0,002)
rac_ES2010	Epargne salariale (2005)	- 0,233*** (0,006)	- 0,235*** (0,006)	- 0,166*** (0,006)	- 0,173*** (0,007)	- 0,224*** (0,006)	- 0,230*** (0,006)	- 0,162*** (0,006)	- 0,170*** (0,007)
rac_LEV	Effet de levier (montant)	0,121*** (0,003)	0,119*** (0,003)	0,112*** (0,003)	0,112*** (0,003)	0,125*** (0,003)	0,121*** (0,003)	0,113*** (0,003)	0,113*** (0,003)
RANG	Rang hiérarchique	0,386*** (0,069)	0,500*** (0,068)	0,946*** (0,070)	0,946*** (0,070)				
SEX	Sexe	4,678*** (0,291)	4,624*** (0,289)	4,751*** (0,285)	4,719*** (0,285)	5,096*** (0,289)	4,937*** (0,287)	5,062*** (0,283)	4,987*** (0,283)
N		20 159	20 159	20 159	20 159	20 159	20 159	20 159	20 159
F		653,237***	703,734***	709,574***	719,866***	648,013***	697,533***	700,035***	712,141***
R ² ajusté		0,185	0,196	0,219	0,222	0,183	0,195	0,217	0,220

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

3.1.2. Commentaire des résultats

Synthèse des résultats

- Relation négative entre les connaissances financières (ACT) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation négative entre l'âge (AGE2) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation positive entre la rémunération fixe annuelle (ln_RFA) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation positive entre les gains passés (ln_TOTALAS) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation négative entre l'ancienneté (rac_ANC) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation négative entre le nombre de fonds proposés (rac_DES) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation négative entre le patrimoine d'épargne salariale (rac_ES) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation négative entre le montant reversable déjà épargné (rac_ES2010) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation positive entre la proportion d'actionnariat salarié dans le fonds à effet de levier (rac_LEV) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation positive entre le rang hiérarchique (RANG) et la proportion d'actionnariat salarié.
- Relation positive entre le fait d'être un homme (SEX) et la proportion d'actionnariat salarié.

Les analyses réalisées consistent à évaluer la relation de chacune des variables indépendantes avec la proportion d'épargne salariale détenue en actionnariat salarié mesurée par la variable (%AS2). A ce titre, les coefficients positifs (négatifs) désignent une relation positive (négative) entre la variable indépendante et la proportion d'actionnariat salarié.

Nous précisons tout d'abord que certaines variables testées dans la section précédente n'ont pas été intégrées dans les régressions sur la variable (%AS2). Il s'agit des variables (%AS) et (ln_TOTALAS). En effet, la relation positive de ces variables avec la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié est évidente. Afin de calculer la variable (%AS2), nous avons en effet utilisé les variables (ln_TOTALAS) et (%AS) auxquelles nous avons ajouté les fonds investis dans l'ACRS.

En ce qui concerne les autres variables intégrées dans les analyses de régression, nous formulons plusieurs commentaires. Comme pour la section précédente, nous pouvons

constater que certains résultats confirment les conclusions précédentes. En revanche, nous remarquons des contradictions avec les analyses précédentes en observant les coefficients des régressions sur la variable (%AS2).

Tout d'abord, plusieurs des relations constatées confirment les résultats obtenus dans les deux sections précédentes. Ces relations concernent les variables (**rac_LEV**), (**ln_RFA**), (**AGE2**), (**rac_ANC**) et (**RANG**). En l'occurrence, les signes associés aux coefficients des régressions indiquent une relation positive entre les variables (**rac_LEV**) (effet de levier), (**ln_RFA**) (rémunération) et (**RANG**) (rang hiérarchique) et la variable dépendante (%AS2) soit la proportion d'épargne salariale investie en actions de l'entreprise. Une relation négative des variables (**AGE2**) (âge) et (**rac_ANC**) (ancienneté) est par ailleurs observée avec la variable dépendante.

Les divergences avec les résultats précédents concernent les variables (**rac_ES2010**) (épargne salariale 2005), (**rac_DES**) (nombre de fonds), (**rac_ES**) (épargne salariale totale), et (**ACT**) (connaissances financières). Le signe du coefficient associé aux connaissances financières (**ACT**) redevient conforme à notre anticipation alors qu'il la contredisait dans la section précédente. Il indique qu'il existe une relation négative entre les connaissances financières et une forte concentration du portefeuille en épargne salariale. Une relation négative est par ailleurs observée entre le nombre de fonds proposés (**rac_DES**) et la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié. En ce qui concerne la variable (**rac_ES**), nous constatons que son coefficient caractérise une relation négative avec la variable dépendante. Cette relation indique que la proportion d'actionnariat salarié diminue avec l'importance de l'épargne salariale. Enfin, la variable (**rac_ES2010**) (épargne salariale 2005) est négativement liée à la concentration d'actionnariat salarié. Ce résultat est en contradiction avec les observations précédentes.

En ce qui concerne les valeurs absolues des coefficients, elles indiquent la force de la relation de chacune des variables dépendantes avec la concentration des avoirs en actionnariat salarié. On remarque ainsi par ordre d'importance les relations des variables (**rac_ES2010**) (épargne salariale 2005), (**rac_LEV**) (effet de levier), (**rac_DES**) (nombre de fonds), (**AGE2**) (âge), (**SEX**) (sexe), (**RANG**) (rang hiérarchique), (**ln_RFA**) (rémunération), (**ACT**) (connaissances financières) et (**rac_ANC**) (ancienneté) avec la concentration en actionnariat salarié à l'issue de l'ACRS (%AS2). Ce classement sommaire apporte un critère d'évaluation supplémentaire de l'importance du pouvoir explicatif des variables indépendantes. L'importance de la souscription dans le cadre de l'offre à effet de levier est liée positivement à la concentration des avoirs en actionnariat salarié.

3.2. Analyses de variance

Synthèse des résultats

- La concentration moyenne de l'épargne salariale en actionnariat salarié est plus forte pour les femmes mariées (variable MAR).
- La concentration moyenne de l'épargne salariale en actionnariat salarié est plus forte pour les salariés ayant été les moins exposés à des ACRS (variable ANC2).
- La concentration moyenne de l'épargne salariale en actionnariat salarié est plus forte pour les salariés ayant souscrit à l'ACRS par le biais de l'offre à effet de levier (variable LEV2).

Comme dans la section précédente, nous présentons pour chacune des variables étudiées des statistiques descriptives, des analyses graphiques ainsi que les tests de Levene permettant d'évaluer l'homogénéité de la variance de la variable dépendante (%AS2) au sein des groupes. Lorsque les conditions d'homogénéité ne sont pas remplies, nous présentons les tests robustes d'analyse de la variance.

Les analyses portent sur la variable (MAR) indiquant le statut marital des femmes ayant participé à l'opération, la variable (ANC2) mentionnant la présence dans l'effectif lors des ACRS précédentes et la variable (LEV2) indiquant la souscription à l'ACRS dans le cadre de l'offre à effet de levier.

3.2.1. Le statut marital (MAR)

Il s'agit de tester l'hypothèse formulée concernant le statut marital. Dans le chapitre précédant, l'hypothèse selon laquelle le statut marital s'accompagnait d'effets de diversification rendant plus propice l'investissement en actions de l'entreprise avait été formulée.

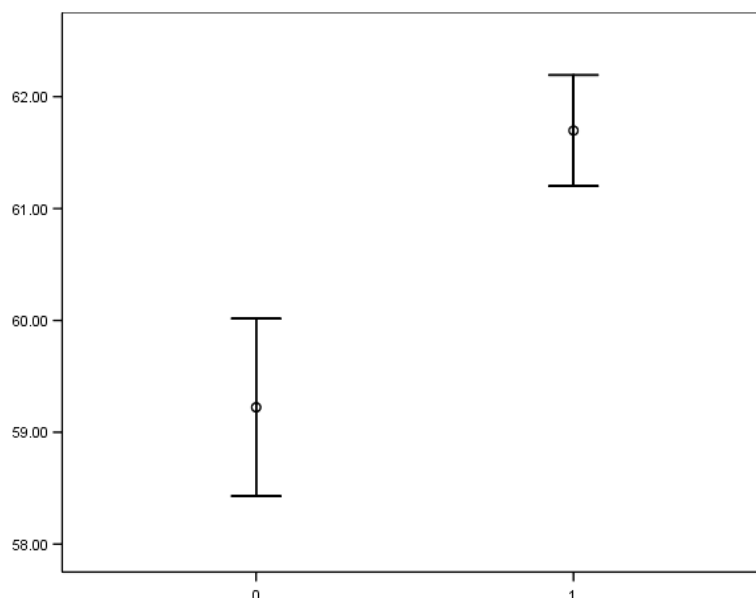
Le tableau suivant présente les statistiques descriptives relatives à chaque modalité de la variable indépendante. Nous constatons que la taille des deux groupes considérés est différente. Par ailleurs la proportion moyenne d'épargne salariale détenue par les femmes mariées est plus élevée que celle des femmes célibataires.

Tableau 108 : Statistiques descriptives – VD : %AS2 – VI : MAR

MAR	N	Moyenne	Erreur standard	Intervalle de confiance (95%)	
				Limite inférieure	Limite supérieure
Mademoiselle (0)	3 003	59,22	22,18	0,40	58,43
Madame (1)	7 249	61,70	21,55	0,25	61,20

La figure suivante montre une représentation graphique des moyennes de souscription pour chacune des modalités considérées et de leur intervalle de confiance. Deux remarques peuvent être formulées concernant cette figure. Elle indique tout d'abord une plus forte proportion moyenne d'épargne salariale détenue en actionnariat salarié pour les femmes mariées (modalité 1). De plus, l'intervalle de confiance indique une variance comparable pour les deux modalités.

Figure 26 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : %AS2 – VI : MAR



Le test de Levene non significatif présenté dans le tableau suivant confirme la remarque issue de l'analyse du graphique précédent. Il conclut à l'homogénéité de la variance de la proportion d'épargne salariale investie en actionnariat salarié pour les femmes mariées et les femmes célibataires.

Tableau 109 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : %AS2 – VI : MAR

Statistique de Levene	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
3,32	1,00	10250	0,07

Le tableau suivant présente les résultats de l'analyse de variance.

Tableau 110 : Analyse de la variance – VD : %AS2 – VI : MAR

	Somme des carrés	Degré de liberté	Carré moyen	F	Sig,
Inter groupes	12998,82	1,00	12998,82	27,51	0,00
Intra groupes	4843104,24	10250,00	472,50		
Total	4856103,06	10251,00			

Le seuil de risque du test F est significatif ce qui indique une différence significative de la proportion d'épargne salariale investie en actionnariat salarié des deux groupes considérés. Ces résultats confirment l'hypothèse selon laquelle le statut de femme mariée permet de bénéficier d'effet de diversification et a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise mesuré ici par la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié. Ce résultat contredit celui obtenu précédemment pour le montant investi dans l'ACRS.

3.2.2. Présence dans l'effectif lors des précédentes ACRS (ANC2)

Il s'agit de tester l'hypothèse formulée concernant le nombre d'opérations auxquelles les salariés ont assisté. Le codage de la variable sépare la population en trois groupes : les salariés présents à l'effectif lors d'une, deux ou trois ACRS. L'hypothèse formulée consiste à considérer que le nombre d'opérations avait une relation positive avec l'investissement en actions de l'entreprise.

Le tableau suivant présente les statistiques descriptives relatives à chaque modalité de la variable indépendante. Comme nous l'avons constaté précédemment, la taille des trois groupes considérés est différente. Par ailleurs, la concentration moyenne de l'épargne salariale en actions de l'entreprise est la plus élevée pour les salariés qui étaient uniquement présents à la dernière augmentation de capital.

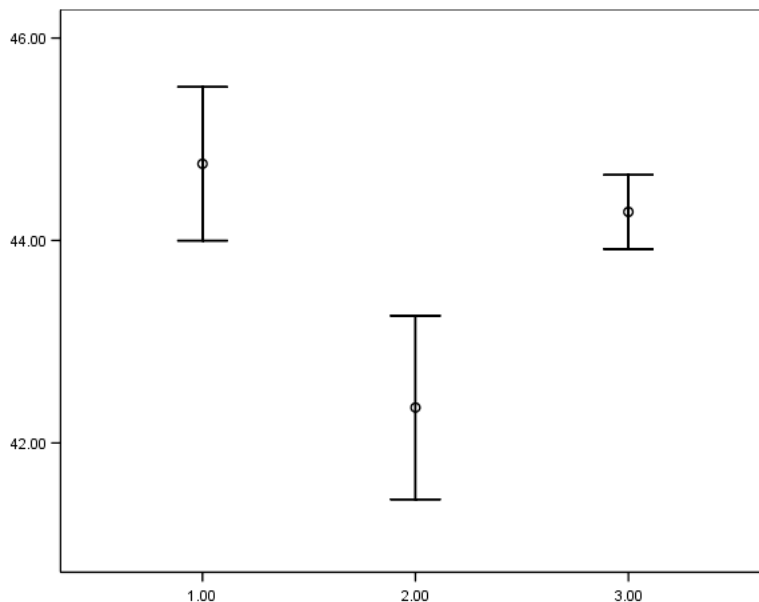
Tableau 111 : Statistiques descriptives – VD : %AS2 – VI : ANC2

ANC2	N	Moyenne	Erreur standard	Intervalle de confiance (95%)	
				Limite inférieure	Limite supérieure
Une ACRS (1)	7 256	44,76	32,98	0,39	44,00
Deux ACRS (2)	5 557	42,35	34,50	0,46	41,44
Trois ACRS (3)	31 836	44,28	33,28	0,19	43,92

La figure suivante montre une représentation graphique des moyennes de souscription pour chacune des modalités considérées. Ce schéma confirme visuellement les constatations du tableau précédent. En l'occurrence, la concentration moyenne de l'épargne salariale en actions de l'entreprise est plus forte pour les salariés présents dans l'entreprise lors de la

dernière opération. On remarque en outre que la variance du montant souscrit est différente pour les modalités. Les modalités 2 et 3 sont marquées par les différences les plus notables.

Figure 27 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : %AS2 – VI : ANC2



Le test de Levene significatif présenté dans le tableau suivant confirme la remarque issue de l'analyse du graphique précédent. Il conclut à l'hétérogénéité de la variance de la proportion d'épargne salariale investie en actions de l'entreprise pour les différents groupes étudiés.

Tableau 112 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : %AS2 – VI : ANC2

Statistique de Levene	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
30,26	2,00	44 646	0,00

Le tableau suivant présente les résultats de l'analyse de variance.

Tableau 113 : Analyse de la variance – VD : %AS2 – VI : ANC2

	Somme des carrés	Degré de liberté	Carré moyen	F	Sig.
Inter groupes	21211,94	2,00	10605,97	9,51	0,00
Intra groupes	49773759,98	44646,00	1114,85		
Total	49794971,92	44648,00			

Le test F significatif indique une différence significative dans le niveau de souscription des trois groupes considérés. Or, compte tenu de l'hétérogénéité des variances constatées, la

fiabilité de ce test peut être mise en cause. Nous proposons donc d'analyser les tests de Welch et Brown-Forsythe.

Tableau 114 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : %AS2 – VI : ANC2

	Statistique	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
Welch	9,05	2,00	11 167,45	0,00
Brown-Forsythe	9,34	2,00	16 474,87	0,00

Les seuils de risque significatifs des deux tests confirment la conclusion du F test. Nous pouvons donc conclure à des proportions d'épargne salariale investie en actions de l'entreprise significativement différentes selon les groupes considérés. La concentration en actionnariat salarié moyenne des salariés présents uniquement lors de la dernière augmentation de capital est la plus forte. La concentration moyenne en actions de l'entreprise des salariés présents à l'effectif au cours des trois opérations est la moins importante. Ces résultats infirment l'hypothèse formulée sur cette variable. Ils indiquent que le nombre d'ACRS proposées aux salariés n'augmente pas la concentration de leur épargne salariale en actionnariat salarié.

Compte tenu de la présence de trois modalités, nous pouvons analyser si ces différences de moyenne de proportion sont significatives lorsqu'elles sont considérées deux à deux. Comme dans la section précédente, nous proposons un test des contrastes. Il s'agit à nouveau de comparer la modalité 1 à la modalité 3 (contraste 1), la modalité 1 à la modalité 2 (contraste 2) et la modalité 2 à la modalité 3 (contraste 3). Le tableau suivant présente les résultats de ces analyses de contrastes.

Tableau 115 : Contrastes entre les modalités – VD : rac TOTALAK – VI : ANC2

Contraste	Valeur du contraste	Erreur standard	t	Degré de liberté	Sig.
1	0,4754	0,42980	1,106	10 879,768	0,269
2	2,4084	0,60347	3,991	11 674,790	0,000
3	-1,9330	0,49904	-3,873	7 472,968	0,000

Le premier couple de variables étudié au travers du premier contraste présente un coefficient non significatif. Ce résultat indique que la concentration moyenne de l'épargne salariale en actionnariat salarié n'est pas significativement différente pour les modalités 1 et 3. Pour les deux autres couples de variables analysés, cette différence de proportion moyenne est significative. Ce résultat confirme les résultats obtenus pour le montant moyen investi dans l'ACRS et infirme l'hypothèse formulée sur la relation de cette variable avec l'investissement

en actions de l'entreprise mesuré ici par la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié.

3.2.3. La participation à l'opération dans le cadre du fonds à effet de levier (LEV2)

Nous testons l'influence de la souscription au travers de l'offre à effet de levier sur la concentration de l'épargne salariale en actions de l'entreprise. L'hypothèse formulée stipule que les fonds à effet de levier ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Ce test vient en complément du test de la relation de la variable (rac_LEV) avec la variable (%AS2) dans le cadre des analyses de régression.

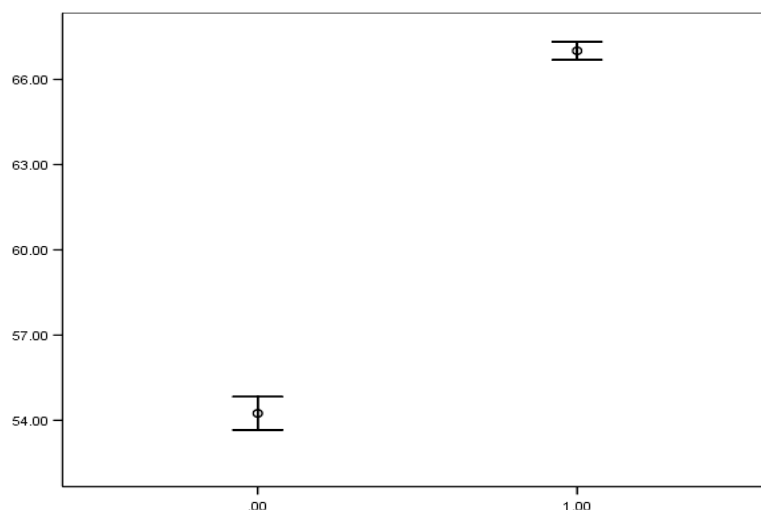
Le tableau suivant présente les statistiques descriptives relatives à chaque modalité de la variable indépendante. Comme dans la sous section précédente, nous constatons que la taille des deux groupes considérés est différente. En outre, la proportion moyenne des salariés ayant opté pour l'offre à effet de levier est plus élevée que celle des salariés qui n'ont pas souscrit au travers de ces fonds.

Tableau 116 : Statistiques descriptives – VD : %AS2 – VI : LEV2

LEV2	N	Moyenne	Erreur standard	Intervalle de confiance (95%)	
				Limite inférieure	Limite supérieure
Non participation (0)	5 867	41,60	28,31	0,37	40,87
Participation (1)	14 292	44,68	28,15	0,24	44,22

La figure suivante montre une représentation graphique des moyennes de souscription pour chacune des modalités considérées. Ce schéma confirme visuellement les constatations du tableau précédent. En l'occurrence, la proportion moyenne est plus forte pour les salariés qui ont investi dans le cadre du fonds à effet de levier. On remarque en outre que la variance du montant souscrit est comparable pour les deux modalités.

Figure 28 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : %AS2 – VI : LEV2



Le test de Levene non significatif présenté dans le tableau suivant confirme la remarque issue de l'analyse du graphique précédent. Il conclut à l'homogénéité de la variance de la proportion moyenne d'actionnariat salarié pour les différents groupes étudiés.

Tableau 117 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : %AS2 – VI : LEV2

Statistique de Levene	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
0,46	1,00	20 157	0,50

Le tableau suivant présente les résultats de l'analyse de variance.

Tableau 118 : Analyse de la variance – VD : %AS2 – VI : LEV2

	Somme des carrés	Degré de liberté	Carré moyen	F	Sig.
Inter groupes	39605,03	1,00	39605,03	49,82	0,00
Intra groupes	16023769,36	20157,00	794,95		
Total	16063374,39	20158,00			

Le test F significatif indique une différence significative de la proportion d'épargne salariale investie en actionnariat salarié des trois groupes considérés. Ce résultat confirme l'hypothèse selon laquelle les fonds à effet de levier ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise mesuré ici par la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié.

Conclusion du chapitre

En guise de conclusion des analyses quantitatives, le tableau suivant récapitule l'ensemble des hypothèses et les résultats associés à chacune d'entre elles. Les quatre premières colonnes reprennent la numérotation la formulation des hypothèses adoptées au chapitre précédent (H.TP.[n°] pour théorie du portefeuille et H.FC.[n°] pour finance comportementale), la mesure des variables et le sens des relations prédit. Dans les trois dernières colonnes sont reportées les signes associés à chaque coefficient. Le sigle NS indique que les résultats observés ne sont pas significatifs. La mention NT précise que la relation n'a pas fait l'objet de test. Dans le chapitre suivant, nous proposons une discussion des résultats obtenus.

Tableau 119 : Récapitulatif des résultats des analyses quantitatives

Numérotation	Hypothèses	Variables	Sens de la relation prédit	Participation Prob	Montant investi rac_TOTALAK	Proportion AS %AS2
H.TP.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le patrimoine des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ES	(+)	(+)	(+)	(-)
H.TP.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, la concentration du patrimoine en actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	%AS	(-)	(+)	(-)	NT
H.TP.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, la rémunération des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	RFA	(+)	(+)	(+)	(+)
H.TP.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être marié(e) a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	MAR	(+)	NT	(-)	(+)
H.TP.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' âge des salariés a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	AGE et AGE2	(+/-)	(-)	(-)	(-)
H.TP.6	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' ancienneté a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ANC	(+/-)	(-)	(-)	(-)
H.TP.7	Toutes choses étant égales par ailleurs, la position hiérarchique a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	RANG	(+)	(+)	(+)	(+)
H.TP.8	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, la présence de fonds à effet de levier a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	LEV et LEV2	(+)	NT	(+)	(+)
H.TP.9	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, l' octroi de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ES2010	(+)	(+)	(+)	(-)
H.FC.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le nombre de fonds a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	DES	(+/-)	(+)	(+)	(-)
H.FC.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, les gains réalisés issus de l'actionnariat salarié ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	TOTAL AS	(+)	(+)	(+)	NT
H.FC.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être un homme a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	SEX	(+)	(+)	(+)	(+)
H.FC.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, la fréquence des augmentations de capital réservées aux salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ANC2	(+)	NS	(-)	(-)
H.FC.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, les connaissances financières ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	ACT	(-)	(-)	(+)	(-)

Chapitre huitième :
Discussion des résultats

Chapitre huitième :

Discussion des résultats

Afin de répondre à notre problématique générale, plusieurs études empiriques ont été conduites. Elles ont privilégié deux approches en suivant une logique d'exploration et de test d'hypothèses. Au sein de ces études empiriques, nous avons cherché à mettre en œuvre différentes stratégies d'investigation. Au cours de la phase qualitative de notre recherche, deux populations ayant une connaissance et une approche différentes des choix d'investissements des salariés actionnaires ont été interrogées. L'étude qualitative nous a permis d'apporter une première série de réponses à notre interrogation dans le contexte spécifique du système d'épargne salariale français. Nous nous sommes ensuite attachés à formuler des hypothèses issues de cette étape qualitative d'une part et de l'analyse de la littérature d'autre part. Nous avons à nouveau adopté plusieurs approches dans le but de cerner différentes dimensions de la décision des salariés.

Ce dernier chapitre présente une synthèse et une discussion des résultats des études empiriques mis en évidence par ce travail de recherche. La première étude empirique suivait une démarche qualitative. Elle avait pour vocation de dégager des thèmes répondant à notre problématique de recherche. Se faisant, nous avons répondu à la question des déterminants des investissements en actionnariat salarié en mettant l'accent sur les spécificités de l'épargne salariale en France. Les résultats obtenus ont permis d'acquérir une meilleure connaissance du phénomène étudié et de définir des hypothèses de recherche pouvant être testées. Dans la phase de test, nous avons utilisé une base de données décrivant les choix d'investissement en matière d'épargne salariale des salariés d'une banque française cotée. La richesse des informations obtenues nous a permis d'étudier les relations de plusieurs variables sur trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié. Nous discutons les résultats obtenus dans le cadre de ces deux étapes de la recherche.

1. L'étude qualitative exploratoire

Deux populations ont été interrogées au cours de la recherche qualitative :

- Des experts de l'épargne salariale gérant l'épargne salariale de nombreuses sociétés cotées sur le marché français ;
- Des salariés d'entreprises proposant des formules d'actionnariat salarié.

Dans les deux cas, nous avons recherché la diversité des profils et défini la taille des échantillons en fonction du critère de saturation des catégories de codage. Les propos recueillis ont donc fait l'objet d'une analyse de contenu thématique. Les catégories dégagées grâce à cette méthode d'investigation ont été regroupées au sein de quatre rubriques :

- Les augmentations de capital réservées aux salariés ;
- Le cadre de l'épargne salariale en France ;
- Les caractéristiques de l'entreprise ;
- Les caractéristiques des salariés.

Il est en effet apparu que les ACRS étaient propices au développement de l'actionnariat salarié. Dans le cadre de ces offres, les salariés se voient proposer des actions de leur entreprise à des conditions avantageuses mais équivalentes pour l'ensemble d'entre eux. Les ACRS, de même que les autres opérations d'actionnariat salarié en France, se révèlent indissociables du cadre réglementaire dans lequel elles se déroulent. Il en résulte que les décisions d'investissement des salariés concernant les actions de leur entreprise sont prises dans le cadre de l'épargne salariale. Les décisions d'investissement des salariés prennent par ailleurs place au sein de leur entreprise. Nous avons enfin regroupé plusieurs des catégories de codage au sein des caractéristiques des salariés. Cette dernière rubrique a fait l'objet du plus grand nombre de citations des deux populations interrogées. Nous discutons les résultats de l'étude qualitative en reprenant cette typologie en quatre rubriques.

1.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS

Nous avons constaté que l'adhésion des salariés lors des ACRS dépend de plusieurs conditions. En stimulant les investissements des salariés, elles contribuent à la réussite ou à l'échec de ces opérations. La réussite d'une ACRS, du point de vue de l'entreprise, peut se mesurer de deux manières. Soit l'entreprise cherche à obtenir le plus de fonds possibles, soit elle cherche l'adhésion du plus grand nombre de salariés. Ces deux objectifs ne sont pas incompatibles. Une fois définis les objectifs poursuivis, il s'agit de diminuer le coût de l'investissement supporté par le salarié. Pour y parvenir, une entreprise dispose de plusieurs moyens. Six catégories ont été mises en évidence par l'analyse de contenu thématique. Parmi les caractéristiques générales des ACRS, la date de l'offre et la fréquence des opérations figurent en tête. La première met l'accent sur les contraintes budgétaires des salariés. Pour

pouvoir souscrire, les salariés doivent disposer de liquidités excédentaires. L'importance de ces liquidités varie au cours de l'année et il convient de ne pas mettre l'ACRS en concurrence avec d'autres décaissements. Plusieurs autres conditions permettent de desserrer les contraintes budgétaires des salariés. La plus directe consiste à abaisser le cours de l'action par le biais de la décote. Par ailleurs, accorder la possibilité aux salariés de reverser dans l'offre des sommes déjà épargnées évite aux salariés de s'interroger sur le montant des liquidités disponibles. En effet, l'épargne salariale déjà constituée n'est pas disponible puisque déjà épargnée et bloquée durant cinq années dans le PEE. Le coût du renoncement à la consommation immédiate se trouve ainsi annulé pour ces sommes qui ont déjà été épargnées. S'ajoute à cet avantage la possibilité de bénéficier d'une décote pour des fonds n'étant pas abondables dans le cadre du PEE. Nous faisons référence aux primes de participation qui peuvent constituer tout ou partie des sommes déjà épargnées. En ce qui concerne les contraintes budgétaires de court terme, l'entreprise peut accorder des facilités de règlement sous la forme de règlements échelonnés sans frais. Les fonds à effet de levier sont un dernier moyen de stimuler l'actionnariat salarié dans le cadre des ACRS. Ils permettent de s'endetter sans pour autant contracter un emprunt auprès d'un établissement financier. Les informations concernant les conditions de souscription décrites ci-dessus sont véhiculées par le biais de la campagne de communication mise en oeuvre par l'entreprise.

Au travers de ces mécanismes, une entreprise désireuse de réaliser une ACRS peut donner une impulsion décisive à l'actionnariat salarié. En y participant, les salariés saisissent une opportunité de réaliser un placement qui leur apporte un gain instantané (celui de la décote) et qui n'altère pas leur niveau de consommation présente. Les résultats de l'étude qualitative nous conduisent à une comparaison. Les ACRS peuvent en effet être considérées comme des opérations commerciales au cours desquelles un vendeur (l'entreprise) déploie une stratégie marketing pour convaincre les prospects (les salariés) d'acheter un produit (l'action de l'entreprise).

Les ACRS sont des événements spécifiques qui ne concernent pas l'ensemble des entreprises proposant l'actionnariat salarié. Elles se déroulent le plus souvent dans le cadre du PEE. Ce dernier permet l'investissement en actions de l'entreprise en dehors des ACRS et se situe dans le cadre plus large de l'épargne salariale.

1.2. Le cadre de l'épargne salariale en France

Ce deuxième regroupement de catégories de codage nous a permis de souligner l'importance du contexte de la décision d'investissement en actionnariat salarié. Nous avons remarqué dans le chapitre introductif de cette recherche que le PEE est le cadre de détention privilégié de l'actionnariat salarié. Les transactions effectuées dans le cadre de l'épargne salariale sont soumises à des règles légales. Mais les règles régissant les transactions d'épargne salariale peuvent aussi être le fait de l'entreprise. Le paramétrage des supports d'épargne salariale, dans la mesure où il est autorisé par la loi, est en effet décidé par l'entreprise et mis en oeuvre par le teneur de compte en épargne salariale. Les règles légales sont assez peu contraignantes concernant les transactions. Elles se limitent principalement à l'interdiction d'abonder les primes de participation bloquées cinq ans, l'obligation de proposer au moins une alternative au fonds d'actionnariat salarié et l'interdiction de proposer l'actionnariat salarié dans le cadre du PERCO. A ces dispositions s'ajoutent celles concernant la durée de blocage des avoirs. Une marge de manoeuvre est laissée à la discrétion de l'entreprise. Le choix du paramétrage du système d'épargne salariale peut ainsi aboutir à stimuler l'investissement en actions de l'entreprise. Il est intéressant de constater que cette conséquence – l'investissement en actionnariat salarié – peut aussi bien être atteinte sciemment qu'inconsciemment. Dans le premier cas, restreindre l'abondement aux fonds d'actionnariat salarié, empêcher les arbitrages en sortie de ces fonds ou concentrer la communication sur l'actionnariat d'entreprise participant d'une stratégie de stimulation de l'actionnariat salarié. Dans le second cas, la volonté d'offrir des possibilités de diversification des placements aux salariés au travers de nombreuses formules d'investissement peut aussi aboutir à stimuler l'investissement en actions de l'entreprise¹⁹⁶. L'étude qualitative a en effet permis d'identifier l'importance du nombre de fonds proposés sur les choix d'investissements dans le PEE. Le lien entre abondement et investissement en actionnariat salarié est systématique lorsque l'abondement de l'entreprise est limité aux fonds d'actionnariat salarié. En ce qui concerne l'origine des versements, elle fait avant tout référence aux primes de participation et d'intéressement. Les premières sont bloquées cinq ans et sont la première source d'alimentation des PEE. Les secondes, lorsqu'elles ne sont pas bloquées dans le PEE ou le PERCO doivent être intégrées dans les revenus imposables des salariés. Ces primes sont donc orientées vers les plans d'épargne (PEE ou PERCO) par la réglementation. Pour autant, cela ne suffit pas à orienter ces primes vers l'actionnariat salarié. Pour les primes

¹⁹⁶La phase quantitative montre en l'occurrence que le nombre de FCPE proposés est positivement corrélé avec l'investissement en actions de l'entreprise.

d'intéressement, cette orientation vers l'actionnariat salarié peut être déterminée par l'abondement. Concernant les autres composantes de l'épargne salariale telles que le PERCO ou les CCB, ils sont autant de possibilités offertes aux salariés de diversifier leurs placements. Or, le PERCO ne peut contenir des actions de l'entreprise. Les entreprises peuvent-elles préférer un support d'investissement comparable qui ne leur offre pas cette possibilité ? La création du PERCO est trop récente pour que des recherches aient pu se prononcer sur cette question.

Définir le système d'épargne salariale est du ressort de l'entreprise. Cette responsabilité s'appuie sur les conseils du teneur de comptes. Le paramétrage du système d'épargne salariale ne doit pas être négligé car il oriente de façon décisive les choix d'investissement des salariés. D'après la littérature, l'inertie (Madrian & Shea, 2001) caractérise les décisions d'investissement des salariés. Par ailleurs, ces derniers empruntent des chemins de moindre résistance (Choi, *et al.*, 2002). Les salariés ont en effet tendance à considérer le paramétrage de l'épargne salariale comme un conseil d'investissement. Ce phénomène est particulièrement observable pour les abondements en actionnariat salarié (Benartzi, 2001) et les choix d'investissement paramétrés par défaut (Madrian & Shea, 2001). Compte tenu de l'importance du paramétrage de l'épargne salariale et de ses conséquences en terme de diversification des placements des salariés et d'effets incitatifs, la définition d'une stratégie d'épargne salariale devient primordiale.

Si la définition d'une stratégie d'épargne salariale est de la responsabilité de l'entreprise, on peut envisager qu'une telle stratégie soit différenciée selon les entreprises concernées. L'analyse de contenu nous a conduit à considérer les caractéristiques des entreprises comme un déterminant des investissements en actionnariat salarié.

1.3. Les caractéristiques des entreprises

Dans cette troisième rubrique, les catégories relatives aux caractéristiques des entreprises ont été regroupées. Au sein de la catégorie « caractéristiques générales de l'entreprise », nous avons identifié des sous-catégories correspondant aux développements précédents. On constate en effet que les motivations de l'entreprise sont identifiées comme un des déterminants majeurs des investissements des salariés en actionnariat salarié par les salariés eux-mêmes. Ces motivations conditionnent une politique d'actionnariat salarié couplée d'une stratégie de gestion des ressources humaines. Nous avons par ailleurs souligné l'importance de la représentation syndicale qui joue un rôle majeur dans les organismes de

représentation de l'épargne salariale et qui s'oppose majoritairement à l'actionnariat salarié. Ces résultats témoignent de la forte intégration de l'actionnariat salarié dans la politique de rémunération globale de l'entreprise. Plus généralement, l'épargne salariale est devenue une composante non négligeable de la rémunération des salariés. Nous avons ensuite identifié d'une part des caractéristiques intrinsèques se rapportant au secteur d'appartenance de l'entreprise, à sa taille et à son histoire, d'autre part des caractéristiques financières correspondant aux performances de l'entreprise et à l'évolution de la valeur de son titre. Ces caractéristiques jouent un rôle important vis-à-vis des attitudes des salariés, celui de les rassurer ou de les dissuader du bien fondé de leur choix d'investissement. L'investissement dans une grande entreprise réalisant de bonnes performances est perçu comme un gage de sécurité alors que le secteur est considéré comme un indicateur du risque de l'investissement. Cette notion de risque est du reste identifiée par les citations qui désignent aussi bien le risque spécifique de l'entreprise, celui du secteur ou même celui de l'actionnariat salarié.

En matière de gouvernance, l'actionnariat salarié est considéré différemment par les experts et les salariés. Pour les premiers, l'investissement en actions de l'entreprise permet d'assurer une certaine stabilité du capital. Pour les seconds, cette motivation est absente et la gouvernance peut constituer une cause de l'investissement en actions de l'entreprise grâce à la détention de droits de vote. La possibilité de participer aux décisions peut elle aussi être un moteur. Il convient toutefois de souligner un certain scepticisme des salariés interrogés lié à la méconnaissance des mécanismes de gouvernance de l'épargne salariale. Les conseils de surveillance des FCPE ne sont jamais cités alors même qu'ils sont les principaux relais des salariés auprès des assemblées générales. Ce manque d'information concernant le pouvoir de décision attaché aux actions souscrites peut provenir de plusieurs phénomènes. Le premier, conforme à la conception exposée par French (1987), serait que les salariés considéreraient uniquement l'actionnariat d'entreprise comme un placement et non comme un mécanisme de contrôle. Cette attitude ferait d'eux des actionnaires passifs qui ne se préoccuperaient de gouvernance que lorsque leurs investissements en actionnariat salarié seraient menacés. Le manque d'information des salariés peut par ailleurs être lié à une volonté délibérée de l'entreprise.

Le contexte de l'entreprise désigne enfin des situations spécifiques d'introduction en bourse ou de privatisation. De tels contextes sont propices à la diffusion la plus large possible d'informations sur l'opération concernée.

Dans le paragraphe suivant, nous abordons les caractéristiques des salariés. Elles revêtent une importance particulière pour notre recherche. Tout d'abord, elles font l'objet du

plus grand nombre de citations. Ensuite, elles concentrent l'attention d'une grande partie de la littérature portant sur les choix d'investissement.

1.4. Les caractéristiques des salariés

Ce dernier thème se rapproche de la théorie de la décision en matière d'investissement. A côté des caractéristiques intrinsèques des actifs en présence, les caractéristiques des investisseurs sont retenues. D'après Degeorge, *et al.* (2004), un investisseur rationnel tient compte de son ancienneté, de son âge, de son patrimoine et de son salaire comme déterminant de sa décision d'investir dans le cadre d'une opération d'ouverture de capital. L'aversion envers le risque singularise par ailleurs les individus confrontés à une décision d'investissement. Cependant, cette variable n'est mesurable qu'en de rares circonstances. La catégorie « attitudes et comportements » témoigne notamment de la prise en compte du risque par les individus interrogés. Aux variables susmentionnées peut être ajoutée le sexe des salariés. On constate en effet qu'il conditionne des décisions d'investissement différentes. Les résultats de notre analyse de contenu ont permis de souligner le rôle du rang hiérarchique et des connaissances financières des salariés. Ces deux caractéristiques sont susceptibles d'apporter des avantages aux salariés en terme d'information. Un rang hiérarchique élevé est le plus souvent considéré comme un vecteur d'information privilégiée concernant l'évolution de la valeur de l'entreprise. Il ne s'agit plus d'information privilégiée mais de connaissances financières lorsque les salariés sont en mesure d'appréhender le coût de sous-diversification lié à l'actionnariat salarié et de composer un portefeuille diversifié. Une dernière caractéristique retient notre attention. La catégorie « attitudes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise » est l'une des plus citées. Nous avons à plusieurs reprises évoqué une lacune de la recherche en matière d'actionnariat salarié. En effet, les méthodes statistiques usuelles ne peuvent mettre en évidence que des corrélations. Or, les recherches portant sur les effets incitatifs de l'actionnariat salarié révèlent des relations positives entre actionnariat salarié et attitudes au travail. L'amélioration des attitudes de travail est le plus souvent interprétée comme une conséquence de l'actionnariat salarié. Pourtant, les résultats exploratoires de notre étude qualitative indiquent la présence d'une causalité différente. Des attitudes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise favorables inciteraient les salariés à investir en actions de leur entreprise. Il est à noter que la catégorie issue de l'analyse englobe non seulement les attitudes au travail habituellement mesurées en gestion des

ressources humaines (attitudes vis-à-vis de l'entreprise) mais aussi les attitudes vis-à-vis de l'actionnariat salarié.

Les résultats de l'étude qualitative et de la littérature nous ont permis de définir des hypothèses de recherche. Plusieurs de ces hypothèses ont ensuite fait l'objet d'un test quantitatif. Nous présentons dans la section suivante les résultats de l'étude quantitative.

2. Le test quantitatif des hypothèses

Afin de tester nos hypothèses de recherche, nous avons utilisé les données relatives aux choix d'investissement en matière d'épargne salariale d'une banque française cotée appartenant à l'indice CAC 40. Trois dimensions de la décision d'investir en actions de l'entreprise ont été étudiées :

- Investir ou ne pas investir en actionnariat salarié ?
- Quel montant investir en actionnariat salarié ?
- Quel pourcentage du portefeuille d'épargne salariale investir en actionnariat salarié ?

Ces décisions portent tout d'abord sur l'adhésion à l'ACRS que nous avons mesurée au travers d'une variable dépendante binaire grâce à un modèle de régression logistique. Pour les salariés ayant décidé de participer à l'ACRS, nous avons ensuite mesuré l'intensité de la participation au travers du montant investi dans l'offre. Nous nous sommes enfin intéressés à la proportion d'épargne salariale détenue en actions de l'entreprise. L'étude de ces deux dernières dimensions de l'investissement en actions de l'entreprise s'est basée sur des modèles de régression par les moindres carrés ordinaires ainsi que sur des analyses de variance. Une première conclusion générale s'impose concernant les résultats des études quantitatives. Après avoir analysé ces trois configurations de décision d'investissement en actions de l'entreprise, nous avons en effet constaté que les résultats obtenus ne convergeaient pas systématiquement. Les relations observées montrent que les déterminants sont différents selon les décisions considérées.

Dans les paragraphes suivants, nous discutons les résultats obtenus au chapitre précédent. La présentation et la discussion des résultats de l'étude quantitative continuent d'adopter la logique permettant de les rattacher au débat théorique entre théorie du portefeuille et finance comportementale. Nous évoquons donc les décisions d'investissement

des salariés d'après la théorie du portefeuille d'une part et d'après la finance comportementale d'autre part. Nous rattachons à ces deux courants les variables testées qui avaient émergé de l'étude exploratoire qualitative. Pour chacune des variables testées, nous rappelons ci-après les arguments théoriques proposés et discutons les résultats obtenus. Nous reprenons pour chaque variable testée la numérotation des hypothèses adoptée au chapitre VI.

2.1.Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille

Dans le cadre du troisième chapitre, nous avons remarqué que la théorie du portefeuille mentionne plusieurs variables explicatives du comportement d'épargne des salariés en matière d'actionnariat salarié. Parmi ces variables, nous avons testé les effets du patrimoine en épargne salariale des salariés, de la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié avant l'ACRS, de la rémunération fixe annuelle, du statut marital, de l'âge, de l'ancienneté et du rang hiérarchique. Les fonds à effet de levier et la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée dans l'ACRS sont enfin évoqués. Ces variables issues de l'étude exploratoire qualitative ont pour effet d'alléger les contraintes de liquidité pesant sur les salariés.

2.1.1. Le patrimoine (H.TP.1)

Nous avons anticipé une relation positive entre la décision d'investir en actionnariat salarié et le patrimoine. Cette prédiction se fondait essentiellement sur la théorie de l'aversion pour le risque. Les coefficients associés à la variable (*rac_ES*) nous ont permis de confirmer nos hypothèses dans le cadre de l'ACRS. Ainsi, le patrimoine d'épargne salariale, appréhendé comme un proxy du patrimoine total, a une relation positive avec la participation et le montant souscrit. En revanche, cette relation n'est pas confirmée dans le cadre de l'étude des déterminants de la proportion d'épargne salariale investie en actionnariat salarié. La relation observée est en effet négative. Ce qui semble être en contradiction avec la théorie de l'attitude envers le risque. Toutefois, il convient de ne pas négliger les autres composantes du patrimoine d'épargne salariale investies en actifs risqués. En effet, si l'actionnariat salarié est une composante risquée du patrimoine d'épargne salariale, elle n'est pas la seule. Les salariés ont en effet la possibilité d'investir dans d'autres FCPE investis en actions. La relation postulée par la théorie de l'attitude envers le risque se confirme lorsque l'on observe la forte corrélation (0,889 au seuil de 0,0001) existant entre le patrimoine total d'épargne salariale et

la composante la plus risquée (investie en actions) de ce patrimoine. On peut en déduire que, si un patrimoine important favorise la détention d'actifs risqués du fait de l'aversion absolue pour le risque décroissante, l'effet n'est pas systématique pour l'actionnariat salarié parmi ces actifs risqués. Bien que nous n'observons pas un tel phénomène, il est possible d'évoquer l'existence d'une demande marginale d'actionnariat salarié décroissante en fonction du patrimoine total.

2.1.2. La proportion investie en actionnariat salarié (H.TP.2)

L'hypothèse formulée stipule qu'une plus grande concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié avait un effet négatif sur la décision d'investir dans cet actif. La variable retenue (%AS) traduit l'exposition du salarié au risque de l'actionnariat salarié avant l'ACRS. Or, la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié a des effets contrastés sur les choix d'investissement étudiés. Alors que cette proportion a une relation positive avec la probabilité de souscrire, elle est reliée négativement au montant total investi. Ces deux effets contradictoires nous permettent de distinguer les différentes décisions mesurées par les variables dépendantes étudiées. D'une part la variable est binaire, d'autre part elle est continue. Dans le premier cas, il s'agit de participer, dans le second de décider de l'intensité de cette participation. L'impact de la participation à l'ACRS sur l'exposition au risque des salariés n'est pas aussi direct que celui de la somme investie. En effet, seul le montant investi mesure l'intensité de l'investissement. Dans ce second cas, l'effet négatif de la concentration de l'épargne en actionnariat salarié confirme notre hypothèse.

2.1.3. La rémunération fixe annuelle (H.TP.3)

Une relation positive de la rémunération fixe annuelle est attendue sur la décision d'investir en actionnariat salarié. En intégrant la rémunération fixe annuelle, nous avons en effet supposé qu'elle soulage la contrainte de liquidité à court terme des salariés. En effet, un revenu important laisse disponibles des sommes plus importantes pouvant être consacrées à l'épargne. La relation de la rémunération fixe annuelle avec l'investissement en actions de l'entreprise est positive dans tous les cas de figure étudiés. Une seconde explication possible du lien entre l'investissement en actions de l'entreprise et la rémunération fixe annuelle tient à la fiscalité très avantageuse du plan d'épargne entreprise. Elle évite en particulier l'imposition des plus-values en capital sans condition de durée de détention. Cette exonération rend plus

avantageuse la détention d'épargne financière dans le cadre du PEE par rapport à l'épargne dans un compte titre traditionnel ou un PEA. A ces exonérations s'ajoute la décote dans le cadre de l'ACRS.

2.1.4. Le statut marital (H.TP.4)

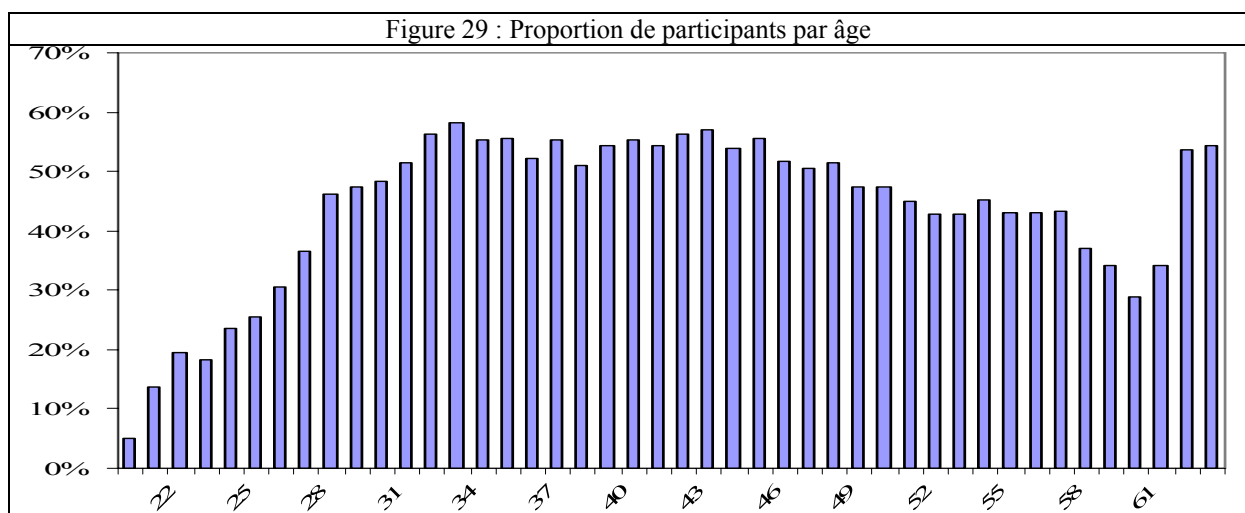
Du fait de la présence plus probable de plusieurs sources de revenus au sein d'un couple marié, nous avons considéré que le fait d'être marié(e) permet de bénéficier d'un effet de diversification pouvant compenser le risque résultant d'une décision d'investir en actionnariat salarié. La relation attendue entre le statut de marié et l'investissement en actionnariat salarié est positive. Nous distinguons deux résultats différents. Nous avons comparé les souscriptions et les concentrations en actionnariat salarié pour chacune des modalités « madame » et « mademoiselle » de la variable (MAR). Nos résultats montrent des relations respectivement négative et positive. Nous pouvons à nouveau mettre l'accent sur les différentes décisions illustrées qui expliquent ce choix. La proportion investie en actionnariat salarié mesure de façon imparfaite¹⁹⁷ la diversification du portefeuille. Or, c'est essentiellement en terme de diversification que le statut de femme mariée permet de limiter l'exposition au risque. Nous constatons en effet que les femmes mariées sont caractérisées par une plus forte exposition au risque spécifique de l'entreprise (mesurée en terme de pourcentage de l'épargne salariale investi en actionnariat salarié) que leurs collègues célibataires. Pour ce qui est du montant investi dans l'opération, nous avons considéré que l'âge des salariés avait un effet négatif. Si l'on considère que l'âge moyen des femmes célibataires est moins élevé que celui des femmes mariées¹⁹⁸, nous pouvons supposer que le statut de célibataire caractérise les femmes les plus jeunes. Au sein de la population de salariés étudiée, la corrélation entre la variable dichotomique (MAR) et l'âge est positive et significative (0,119 au seuil de 0,0001). Nous trouvons dans cette observation une explication possible des investissements des femmes célibataires.

¹⁹⁷Nous ne disposons pas des caractéristiques des autres actifs en terme de rentabilité et de risque et ne pouvons donc émettre de commentaire normatif du point de vue de l'efficience du portefeuille constitué.

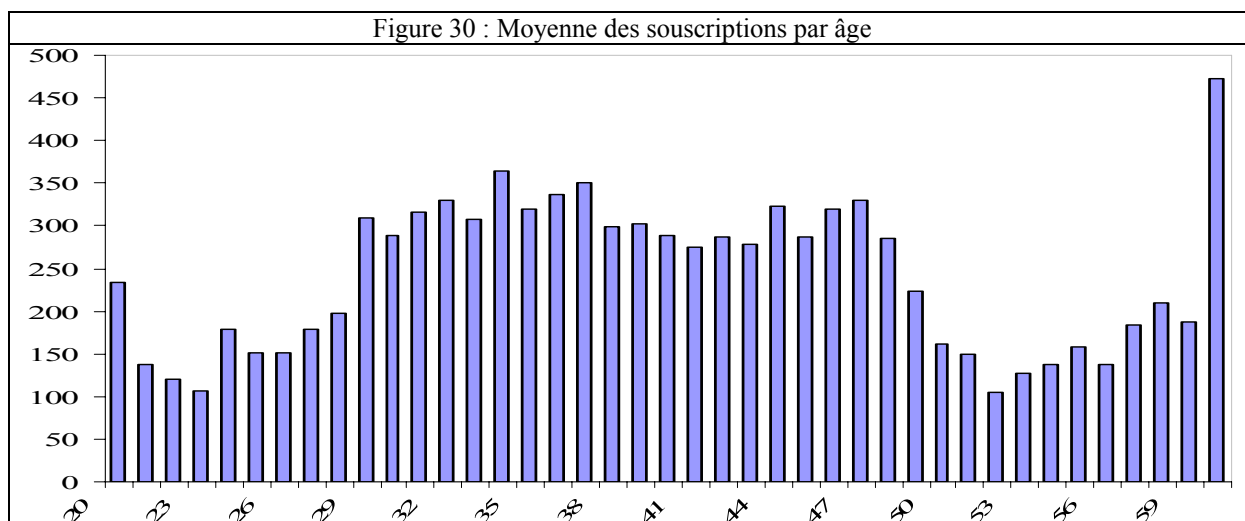
¹⁹⁸En 2004, les statistiques de l'INSEE indiquent que l'âge moyen du mariage des femmes est de 28,8 ans (Source : http://www.insee.fr/fr/ffc/chifcle_fiche.asp?ref_id=NATCCF02302&tab_id=12).

2.1.5.L'âge (H.TP.5)

La variable âge présente une relation curvilinéaire avec les variables dépendantes. Cette relation théorique est confirmée dans le cadre de nos analyses. Nous avons constaté que la régression incluant les deux variables (AGE) et (AGE2) présente un F de Fischer incrémental statistiquement significatif et, que les coefficients associés à ces variables sont eux aussi significatifs. Ce phénomène témoigne de la présence d'un effet quadratique de la variable élevée au carré et introduite dans le modèle de régression. La présence de cet effet quadratique est liée à la théorie du cycle de vie qui prédit des décisions d'épargne différentes selon les différentes étapes de la vie d'un investisseur individuel. Cet effet peut être observé grâce aux figures suivantes. La première figure présente la proportion de participants par âge.



Le second graphique présente la moyenne de souscription par âge.



Dans les deux cas, on constate l'effet curvilinéaire évoqué ci-dessus. Les souscriptions des plus jeunes salariés sont faibles en proportion et en montant. En revanche, le niveau de souscription moyen des salariés les plus jeunes est relativement élevé. Il indique que, parmi

les salariés les plus jeunes qui ont fait le choix de participer, le montant investi est élevé. Il témoigne sans doute d'une volonté de manifester leur adhésion à leur nouvel employeur. Par ailleurs, l'écart entre la proportion de participants et le montant investi pour un même niveau d'âge provient sans doute d'une forte distinction entre les jeunes recrues disposant d'importantes ressources et celles les moins aisées. Les souscriptions évoluent ensuite, stagnent puis diminuent à partir de 50 ans. Un second fait remarquable concerne la hausse de la proportion de participants et des sommes souscrites par les salariés les plus âgés. Nous associons ce phénomène à un comportement opportuniste des salariés les plus âgés. Le départ en retraite est en effet un des motifs de déblocage anticipé des avoirs bloqués dans le PEE. Pour les salariés les plus proches de la retraite, la quasi absence de période de blocage s'ajoute ainsi aux avantages d'un placement dans le PEE. Ils récoltent ainsi les principaux avantages de l'investissement dans l'ACRS sans en subir l'inconvénient majeur, celui de la période de blocage.

2.1.6.L'ancienneté (H.TP.6)

L'ancienneté peut être considérée comme un indicateur de la spécificité du capital humain d'un salarié. En effet, au fur et à mesure que les compétences d'un salarié augmentent, elles sont de plus en plus liées à l'entreprise au sein de laquelle elles se constituent. Le capital humain du salarié est de moins en moins redéployable dans un autre contexte de travail. Du fait de ce lien irréversible avec l'entreprise constitué au cours des années, une composante essentielle du patrimoine des salariés est soumise au risque de l'entreprise : leur capital humain. Dans une situation extrême, le salarié actionnaire est soumis au risque de perdre son capital humain spécifique et l'épargne investie dans son entreprise. Il en découle que, l'ancienneté – appréhendée comme un proxy du capital humain spécifique – devrait être liée négativement à l'investissement en actions de l'entreprise. Par ailleurs, l'ancienneté peut conférer à un salarié une meilleure connaissance de l'entreprise. Or, la littérature nous a indiqué que la familiarité avait un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. De ce point de vue, l'ancienneté peut avoir un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise. Les études quantitatives ont révélé une relation négative entre l'ancienneté et les trois configurations de décision d'investissement considérées. Ce résultat nous conduit à valider l'hypothèse selon laquelle l'ancienneté peut être considérée comme un proxy du capital humain spécifique.

2.1.7. Le rang hiérarchique (H.TP.7)

Lors de la définition des hypothèses de recherche, le rang hiérarchique a fait l'objet de plusieurs remarques. La variable comptait treize niveaux hiérarchiques correspondant à la classification de l'Association Française des Banques. Un salarié caractérisé par une position hiérarchique élevée est susceptible de détenir des informations privilégiées concernant l'évolution à venir du cours de l'action de son entreprise. Compte tenu de l'évolution de la valeur de l'action qui a suivi l'ACRS, la relation anticipée de la position hiérarchique avec l'investissement en actions de l'entreprise est positive. Mais cette relation positive peut aussi être induite par les responsabilités d'encadrement. Dans une certaine mesure, le personnel d'encadrement est en effet chargé de véhiculer la stratégie de l'entreprise auprès des subordonnés. Dans le contexte d'une opération d'ACRS, l'encadrement peut se retrouver en situation de relayer le message de l'entreprise, en l'occurrence, souscrire des actions de l'entreprise. Un tel moyen de communication peut évidemment s'avérer très efficace. Il n'en demeure pas moins que l'adhésion de l'encadrement, considéré comme un relais de la stratégie de l'entreprise, peut être plus intense.

2.1.8. Les fonds à effet de levier (H.TP.8)

Les résultats de l'étude exploratoire nous ont permis d'anticiper une relation positive entre la présence de fonds à effet de levier et l'investissement en actions de l'entreprise. De plus, les fonds à effet de levier permettent aux salariés de limiter l'effet de leur souscription en actionnariat salarié sur leur contrainte de liquidité de court terme. Les fonds à effet de levier, d'après les résultats obtenus, contribuent à augmenter le montant investi dans l'opération et la concentration en actionnariat salarié. Dans la mesure où l'objectif de ces fonds est de stimuler la souscription des salariés disposant de ressources plus faibles, leur effet sur l'exposition au risque de ces derniers pourrait être inquiétant. En effet, pour une somme investie dans l'ACRS équivalente, la quantité d'actions de l'entreprise détenue est décuplée du fait de l'effet de levier. Or, les seules informations dont nous disposons permettant d'évaluer l'importance des ressources des salariés sont la rémunération (RFA) et le patrimoine en épargne salariale (ES). Les corrélations entre les variables (rac_LEV) et (\ln_RFA) d'une part, (rac_LEV) et (rac_ES) d'autre part sont respectivement positive et significative, positive mais non significative. Bien que la première corrélation indique que les souscriptions au fonds à effet de levier soient plutôt le fait des mieux rémunérés, elle ne donne pas d'indication sur les ressources autres que salariales ou l'endettement contracté.

Nous avons remarqué que la souscription au travers du fonds à effet de levier pouvait être appréhendée de deux manières. La première consiste à retenir le montant total souscrit soit l'apport du salarié multiplié par dix. Pour la seconde, il s'agit de considérer uniquement l'apport du salarié. La relation de ces variables avec l'investissement est respectivement positive et négative. Ces résultats indiquent que les souscripteurs de cette offre se sont engagés sur de faibles montants en utilisant la possibilité d'endettement qui leur était proposée. Les fonds à effet de levier équivalent en effet à contracter une dette qui est tout à fait transparente pour le salarié. Ce dernier n'a en effet aucune formalité à remplir pour souscrire des actions de son entreprise au travers de fonds à effet de levier dits de seconde génération. Les fonds de première génération obligeaient les salariés à contracter un emprunt à titre individuel. En revanche, la corrélation positive des souscriptions avec la contrainte de liquidité à court terme mesurée par la rémunération montre que les salariés les mieux rémunérés ont davantage souscrit au fonds à effet de levier. Ce résultat contredit l'idée selon laquelle ces fonds seraient destinés aux salariés les moins bien rémunérés comme l'indiquent les résultats de l'étude qualitative. En revanche, il convient de rappeler qu'une des caractéristiques des fonds à effet de levier tient à leur complexité. Ces véhicules d'investissement sont ainsi associés à un paradoxe : ils sont destinés aux salariés les moins bien rémunérés mais leur complexité conduit justement ces salariés à s'en écarter. Ils nécessitent un « coût de recherche » que les salariés ne sont pas toujours prêts à supporter. On peut par contre considérer que ce coût est moins élevé pour les salariés dotés des meilleures connaissances financières. Une analyse complémentaire confirme cette supposition et nous constatons que la moyenne de souscription à l'effet de levier a été significativement plus élevée pour les salariés ayant les meilleures connaissances financières¹⁹⁹.

2.1.9. La possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée (H.TP.9)

Dans le cadre de la phase qualitative de la recherche, nous avons mis en évidence le fait que cette possibilité de reversement est une des clés de la réussite des ACRS mesurée en terme de pourcentage de salariés participants mais aussi en terme de montant souscrit. De l'aveu des experts interrogés, les entreprises cherchent à capter les sommes qu'elles ont elles-mêmes distribuées au travers de l'intéressement et de la participation. La poursuite de cet objectif peut avoir pour conséquence de fixer la date des ACRS juste après le versement de

¹⁹⁹Nous avons procédé à une analyse de variance en retenant la variable dichotomique (ACT) comme variable indépendante et la variable (LEV) comme variable dépendante. Les résultats sont reportés en annexe.

ces primes. Ce procédé fait des ACRS un moyen de transformer des charges en fonds propres. Du point de vue des salariés, la possibilité de recycler de l'épargne déjà constituée a pour effet d'affaiblir considérablement le coût de la participation à une offre d'actionnariat salarié. En effet, le coût de renonciation à la consommation présente a déjà été supporté. Il résulte de ce mécanisme qu'une ACRS ne capte pas de l'épargne supplémentaire mais contribue plutôt à une réallocation des actifs au sein des plans d'épargne salariale. L'entreprise considérée a autorisé ses salariés à utiliser des fonds déjà épargnés en 2005 pour financer leur souscription à l'ACRS. Nous avons constaté que cette possibilité a stimulé la participation et la souscription en allégeant sans doute le coût de l'épargne en actionnariat salarié. En revanche, dans le contexte plus courant de la gestion des avoirs d'épargne salariale, nous constatons une relation négative de cette possibilité de reversement avec la proportion d'épargne salariale investie en actions de l'entreprise. Ce contraste met en évidence la capacité des ACRS à drainer les primes d'intéressement et de participation vers l'actionnariat salarié. Alors que, dans un contexte habituel, l'actionnariat salarié peut se présenter comme une possibilité d'épargne parmi d'autres²⁰⁰, dans le cadre d'une ACRS, le choix de l'actionnariat salarié est assorti d'une décote sur le cours de l'action et constitue un événement de la vie de l'entreprise.

2.2.Décisions d'investissement et finance comportementale

Dans le cadre du troisième chapitre, nous avons souligné que la finance comportementale mentionne plusieurs variables explicatives du comportement d'épargne des salariés en matière d'actionnariat salarié. Parmi ces variables, nous avons testé l'effet du *design* de l'offre d'épargne salariale, des gains passés du fait de l'investissement en actionnariat salarié et du sexe des salariés. La présence des salariés lors des ACRS précédentes et les connaissances financières sont des variables issues de l'étude exploratoire qualitative qui sont ensuite évoquées.

2.2.1.Le *design* de l'offre d'épargne salariale (H.FC.1)

Compte tenu des explications contradictoires concernant l'influence du nombre de fonds relevée par la littérature, nous n'avons pas anticipé le sens de la relation de cette variable avec la décision d'investir. D'après l'heuristique de diversification naïve, le nombre

²⁰⁰Nous rappelons que l'entreprise étudiée abonde de la même façon tous les FCPE.

de fonds proposés a un effet négatif sur l'investissement en actionnariat salarié. A l'inverse, les effets combinés de la surcharge de choix et de la familiarité conduiraient les salariés confrontés à une offre pléthorique à s'orienter vers l'actionnariat salarié. Il en résulterait une relation positive entre le nombre de fonds proposés et l'investissement en actionnariat salarié. A la suite des tests réalisés, deux effets ont été constatés. Dans le cadre de l'ACRS, la relation de cette variable avec la probabilité de participer et le montant investi est positive. Le premier signe indique que le nombre de fonds proposés dans le PEE influence positivement la participation et le montant investi par le salarié. Ce comportement peut s'expliquer par la surcharge de choix et la familiarité qui, lorsque le nombre de choix est trop important, conduisent les salariés à s'orienter vers les actions de leur entreprise. Ce comportement est accentué par les conditions privilégiées de souscription qui sont offertes aux salariés. La décote devient un critère qui permet de faire un choix entre l'ACRS et les autres possibilités d'investissement offertes par l'épargne salariale alors que les deux choix conduisent à la détention d'épargne financière dans un cadre fiscal équivalent. Cette remarque semble confirmée par le signe négatif associé à la variable (*rac_DES*) concernant la concentration en actionnariat salarié. Dans ce cas, nous mesurons l'impact de cette variable dans un contexte homogène. Nous nous situons en effet en dehors de l'ACRS puisqu'il s'agit de considérer la proportion d'actionnariat salarié. Cette dernière résulte des choix d'allocation relatifs à toutes les opérations d'épargne salariale : ACRS mais également versement volontaires, blocage des primes d'intéressement et de participation. Dans ce contexte, le nombre de fonds contribue à diminuer la concentration de l'épargne salariale en actions de l'entreprise. On peut assimiler ce phénomène à l'adoption de l'heuristique de diversification naïve.

2.2.2. Les gains issus de l'actionnariat salarié (H.FC.2)

La variable mesurant le montant total investi en actions de l'entreprise permet d'appréhender l'importance des gains qui ont été réalisés par les salariés au cours de la période précédant l'opération. Compte tenu de l'historique de l'évolution du cours de l'action, on considère en effet que les salariés détenant le patrimoine le plus important en actions de l'entreprise sont aussi ceux qui ont réalisé les gains les plus importants. Cette variable a un effet positif sur la participation et le montant investi, ce qui confirme notre hypothèse à propos de l'importance des gains passés. Dans le chapitre précédent, nous avons rapproché les gains passés de l'historique de rentabilité du cours. Les deux aspects se confondent pour les salariés disposant d'actions de leur entreprise avant l'ACRS. Ce n'est plus le cas pour les

salariés qui ne détenaient pas d'actions avant l'offre. Des analyses complémentaires²⁰¹ indiquent que les salariés n'ayant pas d'actions de l'entreprise avant l'ACRS ont significativement moins souscrit que leurs collègues actionnaires salariés avant l'opération. Ce résultat implique que, parmi les salariés souscripteurs, ceux qui étaient déjà actionnaires salariés ont davantage souscrit. Si les gains réalisés ont joué un rôle dans cette différence de souscription, des variables d'attitudes non mesurées dans le cadre de notre recherche n'y sont sans doute pas non plus étrangères. Les attitudes favorables des salariés actionnaires avant l'ACRS ont pu avoir un effet positif sur leur investissement dans leur entreprise. Conclure à l'extrapolation excessive des salariés aurait nécessité l'étude de plusieurs entreprises. En revanche, les résultats nous permettent d'identifier l'effet de « dotation » décrit par Thaler (1980) selon lequel les individus accordent davantage de valeur aux biens qu'ils possèdent par rapport à ceux qu'il ne détiennent pas.

2.2.3. Le sexe (H.FC.3)

D'après la littérature, les femmes privilégient des stratégies d'investissement moins risquées que celles des hommes. Le coefficient associé à la variable sexe des salariés nous permet de confirmer l'hypothèse formulée sur cette variable. Nous avons en effet postulé que le fait d'être un homme favorisait l'investissement en actionnariat salarié appréhendé comme un actif risqué. Ce résultat est en accord avec ceux de recherches précédentes indiquant tout d'abord que les femmes ont des comportements d'investissement différents en terme de transactions mais aussi d'exposition au risque de leur portefeuille. Les tests empiriques de ces phénomènes sont nombreux²⁰² et concluent à une plus grande aversion pour le risque des femmes par rapport à celle des hommes. De plus, la tendance des hommes à investir dans des actifs plus risqués serait liée à un excès de confiance.

²⁰¹En recodant la variable (TOTALAS) en variable dichotomique (1 : pour les salarié n'ayant pas d'actionnariat salarié avant l'offre, 0 : pour les salariés ayant de l'actionnariat salarié avant l'offre) et en effectuant une analyse de variance du montant investi (TOTALAK), nous constatons que la moyenne de souscription des salariés actionnaires avant l'ACRS est significativement supérieure à celle de leurs pairs non actionnaires (les résultats sont présentés en annexe).

2.2.4. La présence des salariés lors des augmentations de capital précédentes (H.FC.4)

La présence des salariés dans l'effectif lors des ACRS précédentes nous a permis d'évaluer l'influence de la fréquence des ACRS. Nous avons ainsi considéré que la présence du salarié lors des précédentes ACRS est liée positivement à l'investissement en actions de l'entreprise mesuré dans les trois configurations de décisions retenues. Se faisant, nous supposons que l'exposition des salariés à plusieurs ACRS les incite à augmenter leur investissement en actions de l'entreprise. L'exposition répétée à des ACRS s'accompagne d'un « effet d'opportunité » du fait du prix de l'action attrayant offert aux salariés. Or, la relation envisagée n'est confirmée dans aucune des configurations de décision d'investissement étudiées. A l'inverse, les résultats montrent que les salariés ayant été les plus exposés aux augmentations de capital ont investi significativement moins que leurs collègues. La concentration de leur portefeuille en actionnariat salarié est significativement moins importante. Ce résultat peut témoigner d'une volonté des salariés ayant moins d'ancienneté d'exprimer leur adhésion à leur nouvelle entreprise. Nous avons en effet constaté que les ACRS étaient des opportunités pour les entreprises de communiquer leur stratégie à leurs salariés. De ce point de vue, on peut voir dans les ACRS un outil de la gestion participative permettant aux entreprises de sonder leurs salariés. C'est notamment le cas des ACRS réalisées dans le cadre d'une privatisation. Si l'on considère les ACRS comme des systèmes internes de consultation des salariés, ces derniers ont leurs limites. En effet, l'adhésion des salariés peut être conditionnée à l'importance de la décote accordée et aux conditions générales de souscription. Lors d'opérations de privatisation récentes, l'Etat a ainsi pu être accusé d'acheter la paix sociale en stimulant la participation massive des salariés. Pour les salariés ayant été exposés le plus souvent à des ACRS, l'effet d'opportunité (de la décote notamment) n'aurait pas joué.

2.2.5. Les connaissances financières (H.FC.5)

Les données utilisées nous ont permis de procéder à un recodage sur la base des activités des salariés. Nous avons considéré que certaines des activités nécessitent des connaissances financières permettant d'appréhender les risques liés à l'investissement en actions de l'entreprise. Dans la revue de littérature, nous avons quantifié le coût de sous-diversification lié à l'actionnariat salarié. Nous avons constaté que l'évaluation de ce coût suppose la maîtrise de modèles d'évaluation des actifs financiers (Meulbroek, 2002 ;

²⁰²Barber et Odean (2001) présentent une revue des résultats de ces tests.

Ramaswamy, 2003). Or, certaines des activités bancaires nécessitent la connaissance de ces outils. La relation anticipée entre les connaissances financières et l'investissement en actions de l'entreprise est négative. La relation entre la variable dichotomique (ACT) et l'investissement en actions de l'entreprise est différente selon les trois configurations d'investissement étudiées. Alors qu'elle est négative pour la participation et la proportion investie, elle est positive pour le montant total investi. On suppose donc que, les salariés les plus qualifiés qui ont souscrit à l'ACRS, du fait d'une analyse sans doute plus sophistiquée, ont formé des anticipations favorables concernant l'évolution de la valeur du titre. La période qui a suivi l'ACRS a été en effet marquée par une forte progression de la valeur du titre de la banque. Les relations observées indiquent que, si l'intensité des souscriptions des salariés les plus qualifiés en finance a été significativement plus forte, ils ont globalement tenu compte de la concentration excessive du portefeuille en actions de l'entreprise. Le rôle des connaissances financières sur les décisions d'investissement en actionnariat salarié met l'accent sur la nécessité d'inclure l'apprentissage de notions de gestion de portefeuille dans la formation des salariés. La loi du 30 décembre 2006 sur le développement de la participation et de l'actionnariat salarié met d'ailleurs l'accent sur cet aspect en permettant aux entreprises des déductions fiscales relatives aux charges engagées pour la formation de leurs salariés aux mécanismes de l'épargne salariale.

Conclusion du chapitre

Le tableau suivant récapitule l'ensemble des hypothèses et les résultats des tests obtenus. Les deux premières colonnes reprennent la numérotation des hypothèses adoptée au sixième chapitre. Dans la troisième colonne, les mentions « corroborée » et « réfutée » indiquent respectivement lorsque les hypothèses ont été confirmées ou infirmées. Une hypothèse est considérée comme corroborée lorsque la relation prédite a été observée dans au moins deux des trois configurations de décision d'investissement. Elle est réfutée lorsque la relation prédite n'a pas été observée dans la majorité des configurations observées. La mention « indéterminée » indique que les critères précédents n'ont pas permis de se prononcer sur la confirmation ou l'infirmerie de l'hypothèse. Enfin, la mention « corroborée » apparaît en italique pour souligner le fait que la relation prédite n'a pas été observée dans la totalité des configurations de décision d'investissement étudiées.

Tableau 120 : Récapitulatif des tests des hypothèses

Numérotation	Hypothèses	Résultat du test de l'hypothèse
H.TP.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le patrimoine des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	<i>Corroborée</i>
H.TP.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, la concentration du patrimoine en actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Indéterminée
H.TP.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, la rémunération des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Corroborée
H.TP.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être marié(e) a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Indéterminée
H.TP.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' âge des salariés a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Corroborée
H.TP.6	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' ancienneté a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Corroborée
H.TP.7	Toutes choses étant égales par ailleurs, la position hiérarchique a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Corroborée
H.TP.8	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, la présence de fonds à effet de levier a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Corroborée
H.TP.9	Dans le cadre des ACRS, toutes choses étant égales par ailleurs, l' octroi de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	<i>Corroborée</i>
H.FC.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le nombre de fonds a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.	<i>Corroborée</i>
H.FC.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, les gains réalisés issus de l'actionnariat salarié ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Corroborée
H.FC.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être un homme a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Corroborée
H.FC.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, la fréquence des augmentations de capital réservées aux salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Réfutée
H.FC.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, les connaissances financières ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	<i>Corroborée</i>

Conclusion de la seconde partie

Au cours de cette seconde partie de la recherche, nous avons présenté deux études empiriques.

La première a poursuivi une logique exploratoire et a consisté à conduire et à analyser des entretiens conduits auprès d'experts de l'épargne salariale et de salariés d'entreprise proposant des formules d'actionnariat salarié. Cette première étude empirique a permis de mettre en évidence des déterminants de l'investissement en actionnariat salarié spécifiques au contexte français. Nous avons notamment conclu que la réglementation contraint le cadre de décision des salariés. Les dispositions de la réglementation de l'épargne salariale sont fréquemment citées par les deux populations interrogées. Nous pouvons rapprocher cette constatation des modifications fréquentes introduites par le législateur au cours de ces dernières années. Nous avons en effet mentionné la loi sur l'épargne salariale dite « loi Fabius » de 2001, la loi portant réforme des retraites dite loi « Fillon de 2003 », la nouvelle loi du 30 décembre 2006 et les autres textes réglementaires plus conjoncturels tels que les mesures de soutien à la consommation dites mesures « Sarkozy » de 2004. Si ces nombreuses réformes mettent l'accent sur l'importance que revêt l'épargne salariale pour les décideurs publics, elles confrontent les gestionnaires d'épargne salariale à des changements fréquents. Les mentions faites à l'importance de la réglementation ne sont sans doute pas étrangères aux réformes fréquentes de l'épargne salariale. L'évolution de la réglementation juridique touche particulièrement les gérants interrogés dont le discours accorde une grande importance aux rubriques de regroupement « augmentation de capital » et « épargne salariale ». Les évolutions législatives entraînent en effet des changements dans la pratique de leur métier. La population des salariés interrogés cite plus fréquemment les catégories de codage regroupées dans les deux dernières rubriques « caractéristiques des salariés » et « caractéristiques des entreprises ». Il convient de mentionner que la rubrique « caractéristiques des salariés » est la plus citée. Ce résultat abonde dans le sens de la théorie du portefeuille qui met l'accent sur les caractéristiques individuelles des investisseurs. Dans la revue de littérature, nous avons notamment mentionné la théorie du cycle de vie du portefeuille. L'attitude envers le risque est aussi prise en compte. Cependant, l'analyse de contenu révèle la présence d'éléments non pris en compte par la théorie du portefeuille. Parmi eux, on trouve notamment l'extrapolation excessive et la psychologie des salariés. Le rapprochement des citations des deux populations interrogées fait enfin apparaître certaines

différences de perception quant aux déterminants de l'actionnariat salarié. Les catégories de codage peuvent tout d'abord diverger en terme de fréquence de citations. Les graphiques comparatifs présentés en conclusion du chapitre V en témoignent. En outre, certaines catégories sont citées uniquement par l'une des deux populations. Certaines de ces différences peuvent être attribuées à l'exercice du métier de l'épargne salariale qui confronte les gérants à des déterminants inconnus des salariés ou sous-évalués par eux. La pondération qui caractérise les fonds à effet de levier ou les ACRS, la présence de la catégorie « organisation de l'entreprise » témoignent de ce phénomène. Pour les salariés, les catégories « stratégies de placement » et « gains » réalisés grâce à l'actionnariat salarié se démarquent. Les stratégies de placement font référence aux transactions et à la composition du portefeuille qui en résulte. La seconde catégorie se rapporte aux gains passés évoquée par la littérature.

La seconde étude empirique a porté sur l'ACRS menée par une société française cotée. Il s'agit d'étudier les déterminants de trois dimensions de la décision d'investir en actions de l'entreprise :

- la décision de participer à l'ACRS ;
- le montant investi dans l'ACRS ;
- la concentration de l'épargne salariale en AS.

Les variables indépendantes sont la rémunération, l'âge, le sexe, le statut marital, l'ancienneté, le rang hiérarchique, les connaissances financières, la souscription à l'offre à effet de levier²⁰³, la concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié, l'épargne salariale pouvant être reversée dans l'ACRS, le nombre de fonds proposés dans l'offre d'épargne salariale, les gains réalisés du fait de l'investissement en actionnariat salarié et la présence lors des ACRS précédentes. La plupart des résultats obtenus sont significatifs et similaires pour les trois décisions étudiées (participation, montant investi et concentration de l'épargne en actionnariat salarié). Certains résultats divergent cependant et indiquent la nature différente des trois décisions analysées.

Le huitième chapitre commente de façon détaillée les résultats obtenus.

²⁰³Nous définissons l'offre à effet de levier dans le chapitre introductif.

Conclusion

Conclusion

Objectif de la thèse

L'objectif de la recherche était de mettre en évidence les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise. Le point de départ de cette problématique était celle des risques encourus par les salariés détenant des actions de leur entreprise.

La démarche de recherche suivie

Afin de répondre à la problématique de recherche, nous avons adopté une approche théorique et une approche empirique après avoir présenté l'actionnariat salarié en France dans un chapitre introductif.

Au cours de la première partie, nous étudions la littérature sur l'actionnariat salarié et proposons un modèle théorique. Le premier chapitre concerne les effets incitatifs de l'actionnariat salarié, le deuxième porte sur les conséquences de l'actionnariat salarié pour les entreprises. Ces deux premiers chapitres décrivent donc les conséquences de l'actionnariat salarié pour le salarié et l'organisation. Le troisième chapitre étudie la sous-diversification qui accompagne la détention d'actionnariat salarié et les déterminants des choix d'investissement des salariés actionnaires. L'analyse de la littérature présentée au cours de ces trois premiers chapitres a mis l'accent sur un aspect important de la recherche sur l'actionnariat salarié. Il apparaît en effet que les recherches académiques se sont davantage intéressées aux conséquences qu'aux causes de l'actionnariat salarié. Après avoir analysé ces trois principaux thèmes de la littérature sur l'actionnariat salarié dans les trois premiers chapitres, nous avons étudié un modèle théorique mettant en évidence l'existence d'un contrat optimal liant dirigeant et salarié dans le cadre de l'actionnariat salarié.

Au cours de la seconde partie, nous réalisons plusieurs études empiriques. La première a une vocation exploratoire. Elle est notamment motivée par le faible nombre de recherches réalisées dans le contexte français, spécifique du point de vue de sa réglementation très favorable à l'actionnariat salarié. Cette première étude empirique nous conduit à interroger des experts de l'épargne salariale ainsi que des salariés. La recherche exploratoire ainsi que

les conclusions de la première partie nous ont permis de formuler des hypothèses de recherche dans le cadre du sixième chapitre. Ce même chapitre présente le terrain de recherche de l'étude quantitative. Nous étudions le cas d'une ACRS organisée en 2005 par une banque française en retenant trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié. Nous analysons tout d'abord la décision de participer à une ACRS en utilisant un modèle de régression logistique binaire. La variable dépendante est la probabilité de participer à l'ACRS. Pour les salariés ayant souscrit à l'ACRS, nous étudions ensuite les déterminants du montant investi grâce à la régression par les moindres carrés ordinaires. La variable dépendante est le montant total de la souscription en actions de l'entreprise. Nous analysons enfin la relation des variables dépendantes avec la concentration en actionnariat salarié de l'épargne salariale totale (Plan d'Epargne Entreprise (PEE), Plan d'Epargne Retraite Collectif (PERCO) et Compte Courant Bloqué (CCB)). La variable dépendante est alors le pourcentage de l'épargne salariale totale investi en actionnariat salarié après l'ACRS. Les résultats des tests réalisés sont présentés dans le chapitre VII. Ces résultats font ensuite l'objet d'une discussion dans le chapitre VIII.

Principaux résultats

La phase exploratoire permet de mettre en lumière quatre groupes de déterminants de l'investissement des salariés en actions de leur entreprise : les augmentations de capital réservées aux salariés, le cadre de l'épargne salariale, les caractéristiques des entreprises et les caractéristiques des salariés. Nous constatons tout d'abord, au travers les témoignages recueillis, que les ACRS sont des instruments puissants de développement de l'actionnariat salarié. Par ailleurs, la réglementation française favorable à la participation financière des salariés en général et à l'actionnariat salarié en particulier a des conséquences importantes sur les comportements des épargnants salariés. En outre, les experts et salariés interrogés évoquent de nombreux thèmes faisant référence aux caractéristiques des entreprises et des salariés. Enfin, nous constatons que l'importance relative de certains thèmes dégagés pouvait différer sensiblement selon la population interrogée.

En ce qui concerne les résultats des analyses quantitatives, ils portent sur la relation entre plusieurs variables indépendantes et trois dimensions de la décision d'investissement des salariés énoncées (participation à l'ACRS, montant investi dans l'ACRS et concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié). Les résultats obtenus sont replacés dans le

contexte du débat théorique actuel mettant en présence deux courants théoriques de la finance. En effet, les variables testées dans le cadre de l'étude quantitative font référence à ces deux courants théoriques. Les relations constatées n'opposent pas ces théories mais indiquent plutôt leur complémentarité empirique. La plupart des hypothèses testées sont confirmées et il est intéressant de constater que le sens des relations observées est différent selon les trois dimensions de décision d'investissement étudiées.

Les apports de la thèse

Les apports de la recherche sont de plusieurs ordres. D'un point de vue théorique, les résultats obtenus constituent la première tentative de compréhension des déterminants de l'actionnariat salarié en France. En tentant d'expliquer les déterminants des investissements en actions de l'entreprise, notre recherche contribue à la littérature sur l'actionnariat salarié en mobilisant différents courants de la finance. D'un point de vue méthodologique, la recherche adopte une approche originale consistant à mobiliser plusieurs méthodes d'investigation. En ce qui concerne les apports managériaux, cette recherche présente un intérêt aussi bien pour les responsables d'épargne salariale et d'actionnariat salarié d'entreprises que pour les teneurs de compte et conservateurs de parts en épargne salariale.

Les apports théoriques

Un débat théorique a lieu depuis plusieurs décennies au cœur de la finance et de l'économie. Il porte sur l'hypothèse de rationalité des agents remise en cause par Simon (1959). La finance et l'économie comportementales, inspirées des autres sciences cognitives tendent à remettre en cause l'hypothèse de rationalité des agents. Bien qu'elles permettent d'illustrer des phénomènes empiriques inexpliqués jusqu'alors et qu'elles aient su s'imposer progressivement comme un courant dominant (Camerer, *et al.*, 2003), elles ne sont pas encore parvenues à proposer un corpus théorique unifié qui soit une alternative aux modèles inspirés de la rationalité (Tirole, 2006). De ce point de vue et d'après la thèse célèbre de Milton Friedman (1953), l'hypothèse de rationalité vaudrait par la pertinence des théories qui en sont déduites et n'aurait pas à être testée elle-même. Notre recherche présente un modèle théorique qui adopte une approche originale en plaçant le choix des salariés pour l'actionnariat salarié dans un contexte d'asymétrie d'information. Ce modèle montre l'existence d'un contrat

optimal d'actionnariat salarié tenant compte des préférences du salarié pour le risque. Jusqu'alors, les détracteurs de l'actionnariat salarié qui ont souligné son caractère excessivement risqué ont soit considéré des modèles purement classiques soit adopté une approche expérimentale. Il semble en effet qu'ils aient sous-estimé le principal amendement à la théorie économique et financière standard : l'asymétrie d'information. Il faut toutefois mentionner que le caractère incitatif de l'actionnariat salarié est plus prononcé en France qu'aux Etats-Unis si l'on s'en tient à la comparaison entre le *401(k)* et le PEE. Le premier support a un horizon de placement long car il est dédié à la constitution d'épargne retraite. L'horizon de placement du second est plus court.

Du point de vue empirique, nous n'avons pas cherché à comparer ou bien à opposer les deux approches classique et comportementale mais nous avons choisi de les intégrer en considérant leur complémentarité empirique. Se faisant, nous avons constaté que les hypothèses découlant de la finance dite « classique » apportent de nombreuses réponses à la problématique de notre recherche. Ces hypothèses ont été complétées par celles issues de la littérature récente sur les décisions d'investissement des salariés dans le cadre des plans de retraite à contributions définies, les *401(k)*. Cette littérature importante qui s'est rapidement développée à la suite de la crise boursière du début des années 2000 s'appuie en grande partie sur certains biais cognitifs mis en lumière par la finance et l'économie comportementales. Une des originalités de notre recherche a été de s'inspirer de cette littérature afin d'expliquer les choix d'investissement des salariés actionnaires français. Les apports théoriques issus de cette littérature nous ont permis de mesurer l'influence des heuristiques de diversification liées au nombre de fonds proposés dans le plan d'épargne salariale, de l'effet de dotation, des gains passés et du sexe des salariés. Ces hypothèses ont pu être complétées par celles issues de l'étude qualitative et testées au cours de la phase quantitative. Les hypothèses issues de la phase exploratoire ont permis d'intégrer certaines des spécificités françaises des ACRS. La possibilité de reverser des sommes déjà épargnées dans l'ACRS, la présence de fonds à effet de levier, les connaissances financières, le rang hiérarchique et l'exposition aux ACRS ont ainsi pu faire l'objet de tests quantitatifs.

A notre connaissance, cette recherche est la seule à s'intéresser aux décisions d'investissement des salariés en matière d'actionnariat salarié en France. Le thème de l'actionnariat salarié a pourtant fait l'objet de nombreuses contributions relatives à ses effets sur la performance et les attitudes au travail. En revanche, peu d'entre elles ont étudié les déterminants des investissements en actions de l'entreprise. Cette remarque vaut non seulement pour la France mais aussi pour les pays anglo-saxons qui ont longtemps négligé la

problématique du risque lié aux systèmes de rémunération variable en général et à l'actionnariat salarié en particulier. L'économie et la finance comportementales se sont récemment emparées de cette problématique et ont produit de nombreuses contributions²⁰⁴. Cet intérêt pour les choix d'investissement des salariés américains est étroitement lié au rôle primordial que joue l'épargne salariale dans le financement des retraites aux Etats-Unis.

Bien que notre recherche n'ait pas eu explicitement pour objet de répondre à la problématique du sens de la causalité entre actionnariat salarié et performance, elle l'aborde inévitablement en s'intéressant aux déterminants et donc aux causes de l'actionnariat salarié. Cet aspect a été sous-estimé par la recherche du fait de différences importantes entre les systèmes d'actionnariat d'entreprise français et américain. En France, être actionnaire salarié résulte d'un choix parmi plusieurs formes de placement. Les plans *ESOPs* américains ne proposant qu'une seule alternative, la question du choix des salariés est sans objet pour la littérature académique anglo-saxonne sur l'actionnariat salarié. Seul le choix de l'entreprise de mettre en place l'actionnariat salarié importe et l'argumentaire en faveur de l'actionnariat salarié est avant tout orienté vers les entreprises. La présente recherche, en mettant en évidence les déterminants des choix des salariés, a donc pour intérêt de contribuer à la compréhension des causes et des conséquences de l'actionnariat salarié.

Les apports méthodologiques

Le principal apport méthodologique porte sur la pluralité des méthodes d'investigation utilisées. Nous avons ainsi adopté plusieurs approches correspondant à des stratégies de connaissances différentes. La première consiste à effectuer une étude qualitative exploratoire auprès d'experts et de salariés d'entreprises proposant des formules d'actionnariat salarié. Les analyses de contenu ont par la suite fait l'objet de traitements quantitatifs sous la forme de fréquences d'apparition des catégories. La phase quantitative a mobilisé plusieurs méthodes économétriques afin de tester plusieurs des hypothèses de recherche formulées. Nous avons en effet utilisé la méthode de la régression par les moindres carrés ordinaires, un modèle probabiliste de choix discret (la régression logistique) ainsi que des analyses de variance. Nous avons donc adopté une approche mixte en mobilisant à la fois les méthodes qualitatives et quantitatives. D'après le rapport intitulé l'« Etat des thèses en finance » réalisé par Hervé (2004), les recherches doctorales adoptant une approche mixte – c'est-à-dire à la fois

²⁰⁴Le *Pension Research Council* de la Wharton School rassemble les contributions de nombreux chercheurs américains.

qualitative et quantitative – en finance n’ont constitué que 10% des thèses soutenues durant la période 2000-2004. Cette faible proportion peut témoigner de l’originalité d’une telle approche en finance.

Les apports managériaux

Les apports managériaux de la recherche concernent les différents protagonistes de l’épargne salariale. Au premier rang de ces acteurs figurent les entreprises qui proposent l’actionnariat salarié à leurs salariés. Les activités de tenue de compte et de conservation de part d’une part, les activités de gestion financière de l’épargne salariale d’autre part sont elles aussi concernées par les résultats de cette recherche.

Cette recherche s’interroge sur les déterminants de l’investissement des salariés en actions de l’entreprise. Cette problématique de recherche repose sur un constat : l’investissement en actionnariat salarié suppose un coût de sous-diversification potentiellement prohibitif dans le cas extrême de la faillite de l’employeur. Le coût de sous-diversification peut avoir des effets contre incitatifs sur les attitudes au travail des salariés. Il en résulte qu’une mauvaise allocation des risques due à des investissements importants en actions de l’entreprise peut avoir des inconvénients aussi bien pour les salariés que pour leur entreprise. Ces dernières années, Blasi & Kruse (2006) ont diffusé un questionnaire à l’échelle nationale auprès de 46 000 salariés américains²⁰⁵. Les données recueillies ont permis de mesurer la perception qu’ont les salariés des risques auxquels ils sont soumis. Cette recherche est la première à intégrer la notion de risque afin de mesurer les effets incitatifs de l’actionnariat salarié. Leurs résultats montrent clairement que des « (...) risques excessifs peuvent inverser chacun des effets positifs de l’actionnariat salarié mis en évidence par des décennies de recherche ». Ils précisent que l’« absence de participation aux décisions et de mauvaises relations de travail accentuent les effets négatifs des risques ». Ces résultats mettent en lumière les effets contre incitatifs de l’actionnariat salarié lorsque celui-ci s’accompagne de prises de risque excessives.

Les entreprises et leurs employés doivent pouvoir bénéficier des bienfaits de l’actionnariat salarié en limitant les risques encourus. En recherchant les déterminants de l’actionnariat salarié, nous avons mis en évidence les conditions d’un tel équilibre que les entreprises

²⁰⁵ Cette collecte de données s’est inscrite dans le cadre du NBER *Shared capitalism project* qui comprend des données issues de la *General Social Survey 2002* et de la base de données du NBER que Blasi et Kruse ont eux mêmes contribué à constituer.

souhaitant développer leur actionnariat salarié peuvent prendre en considération. Dans le cadre d'une ACRS notamment, les déterminants des investissements des salariés rejoignent les conditions de la réussite d'une telle opération. L'influence des outils à la disposition des entreprises a été mise en évidence par cette recherche. Les modèles de régressions proposés peuvent être utilisés comme des outils de prédiction de la participation et de l'investissement des salariés dans le cadre d'une ACRS. Si l'intégration simultanée des variables dépendantes retenues peut poser des problèmes de multicollinéarité rendant les signes des coefficients instables, un modèle comprenant l'ensemble des variables est envisageable dans un but de prédiction uniquement (Hair, *et al.*, 2006; p. 233). Dans ce cas, les coefficients ne peuvent plus être interprétés individuellement et seul le modèle dans son ensemble présente une valeur prédictive permettant d'intégrer l'ensemble des informations disponibles sur les salariés. Du fait de la taille de la population étudiée, la majorité des coefficients observés sont significatifs à des seuils de risque très faibles. Un autre apport de cette recherche est de mettre en évidence plusieurs des facteurs de réussite des ACRS. Ces opérations, désormais courantes pour de nombreuses entreprises françaises cotées, peuvent susciter l'adhésion des salariés si plusieurs conditions sont réunies. D'une manière générale, les entreprises doivent libérer les contraintes budgétaires de leurs salariés en leur permettant de réinvestir leur épargne salariale, en leur proposant des modalités de règlement échelonnées et en sélectionnant une période de l'année au cours de laquelle ils disposent de liquidités. La décote sur le cours de l'action joue un rôle important pour inciter le salarié à souscrire. Un autre axe sur lequel les ACRS doivent se focaliser est celui de la formation et de l'information. La politique de communication s'est en effet avérée être un élément déterminant de la réussite d'une ACRS. Elle doit mêler plusieurs supports de communication. Enfin, les fonds à effet de levier doivent être accompagnés de réels efforts de formation de la part des entreprises qui souhaitent en proposer à leurs salariés. Afin de limiter les prises de risque inutiles de leurs salariés, les entreprises doivent les informer et les former davantage. Il apparaît que la formation financière permet aux salariés de prendre de meilleures décisions financières. La formation financière s'avère en effet efficace dans le cas des fonds de retraite à contribution définie américains (Lusardi, 2004 ; Clark, *et al.*, 2004 ; Scott et Stein, 2004 ; Saliterman et Sheckley, 2004). L'information et la formation des salariés doivent aussi concerner le fonctionnement des structures de gouvernance spécifiques à l'actionnariat salarié telles que les conseils de surveillance des FCPE. Comme l'indiquent Blasi et Kruse (2006) à la suite de nombreuses recherches, l'efficacité de l'actionnariat salarié est d'autant plus prononcée qu'il est associé à la participation aux décisions.

Nous avons mis en évidence l'influence du *design* de l'offre d'investissement au travers du nombre de FCPE offerts aux salariés. Les plus grandes entreprises françaises ont la possibilité de déterminer le *design* de leur offre d'épargne salariale de concert avec les teneurs de comptes en épargne salariale. Cette offre peut être personnalisée pour chaque filiale d'un groupe et elle résulte le plus souvent d'un appel d'offre mettant en concurrence plusieurs teneurs de comptes en épargne salariale. Dans un tel contexte, le pouvoir de négociation des entreprises clientes contribue à la définition de l'offre d'épargne salariale. En revanche, les petites et moyennes entreprises n'ont pas toujours la possibilité de définir une offre sur mesure. Elles doivent composer leur offre en sélectionnant des menus prédéterminés par les teneurs de compte en épargne salariale. Dans ce cas, la responsabilité de la définition de l'offre d'épargne salariale incombe davantage aux sociétés de gestion. Les offres proposées pourraient tenir compte de l'influence du nombre de fonds soulignée par la recherche. L'expérience du plan *Save More Tomorrow* (Thaler & Benartzi, 2004) montre que les résultats des recherches sur les comportements d'épargne des salariés peuvent contribuer à la définition de nouvelles formes d'épargne salariale dans l'intérêt des salariés.

Les limites de la recherche

L'étude qualitative et l'étude quantitative de cette recherche comportent certaines limites que nous évoquons à présent.

Les limites de l'étude qualitative

La phase exploratoire de la recherche porte sur deux populations. La première est composée de gérants d'épargne salariale. Ces gérants sont salariés d'un teneur de comptes conservateur de parts en épargne salariale. Chacun des experts interrogés a une relation privilégiée avec les clients dont il est responsable. La diversité de la clientèle Grands Comptes du TCCP a été soulignée. Elle nous a permis de refléter diverses pratiques de gestion de l'épargne salariale utilisées par de nombreuses entreprises françaises cotées. En revanche, les gérants interrogés sont issus d'une seule entreprise. Or, nous avons vu que le TCCP peut intervenir en tant que conseil et influencer les opérations d'épargne salariale et d'actionnariat salarié. Les spécificités du TCCP peuvent avoir un effet sur les conceptions de ses salariés. Les teneurs de comptes se différencient par l'importance des fonds qu'ils gèrent. Les

statistiques semestrielles de l'AFG qui permettent le suivi des encours d'épargne salariale gérés par les TCCP témoignent du nombre et de la diversité des intervenants. Les *leaders* de la tenue de comptes disposent de moyens considérables. Ils proposent des outils interactifs permettant à des salariés de plusieurs nationalités de suivre l'évolution de leur épargne salariale et d'effectuer des transferts en ligne. Leur employeur dispose de statistiques globales permettant des analyses descriptives de l'évolution des versements et des encours par type de fonds proposés et par filiale. Ces *leaders* de la tenue de compte sont le plus souvent des filiales de grandes institutions financières. En conséquence, ces TCCP travaillent de concert avec les filiales assurant la gestion financière des FCPE et qui appartiennent au même groupe. Les pratiques de gestion de l'épargne salariale peuvent donc être différentes selon le TCCP considéré. La première limite de l'étude qualitative tient donc à la non prise en compte de la diversité des pratiques de gestion de l'épargne salariale.

Une seconde limite des entretiens conduits auprès des experts tient à leur propre statut de salarié. Bien qu'ils aient été interrogés en qualité d'experts, leur expérience personnelle de l'actionnariat salarié (leur entreprise propose des formules d'actionnariat salarié) a sans aucun doute eu une influence sur leurs réponses. Parmi la population des experts, seuls deux responsables d'actionnariat salarié d'entreprises cotées ont été interrogés. La population de cette catégorie d'experts pourrait être élargie. Nous n'avons pas constaté de différences significatives entre les propos des gérants et ceux des responsables d'actionnariat salarié. Il convient de préciser que ces deux populations travaillent de concert et entretiennent des relations privilégiées à une fréquence élevée.

Plusieurs limites d'ordre méthodologique peuvent être soulevées. La détermination de la taille de la population a suivi le critère de saturation des catégories de codage. Dans le cas des entretiens d'experts, on suppose que la saturation des catégories de codage a été influencée par l'appartenance des gérants à une seule entreprise. En ce qui concerne la méthode de codage, elle ne distingue pas les citations spontanées des citations assistées, c'est-à-dire obtenues après relance par le chercheur. Une distinction des types de citations aurait permis d'évaluer les biais induits par les relances. En outre, nous n'avons pas réalisé de double codage, celui-ci aurait sans doute affiné la définition et l'exactitude de chaque catégorie. Concernant la présentation des résultats, nous avons privilégié une présentation sous forme de fréquences d'apparition des thèmes. Il s'agit d'une limite de l'analyse thématique mise en exergue par Ghiglione, *et al.* (1980) : « (...) La limite de cette analyse tient au statut accordé à la fréquence. La fréquence d'un thème n'est pas forcément liée à son

importance (un terme peu évoqué peut être important mais difficilement verbalisable – et un thème fréquemment utilisé peut être lié à la disponibilité de ce thème dans les schémas conversationnels classiques) ». Afin de compléter l'analyse sous forme des fréquences, nous avons reporté en annexe un exemple de *verbatim* pour chaque sous-catégorie issue du codage des données qualitatives. Enfin, l'analyse des entretiens qualitatifs contient toujours une part de subjectivité. Afin de limiter cette subjectivité, nous avons utilisé des guides d'entretien permettant de standardiser le mode de collecte des données qualitatives.

Les limites de l'étude quantitative

La principale limite de nos analyses quantitatives concerne l'étude d'une seule entreprise. L'impossibilité de tester les hypothèses relatives aux caractéristiques des entreprises et de l'épargne salariale en résulte. Bien que l'étude du cas d'une seule entreprise ne nous ait pas permis de mesurer l'influence de plusieurs variables déterminantes de l'investissement en actions de l'entreprise, il a permis de neutraliser la variance qu'auraient pu apporter ces variables non mesurées.

En revanche, nous n'avons pas contrôlé l'influence des attitudes des salariés. Il s'agit d'une seconde limite de l'étude quantitative. Nous avons uniquement observé l'influence de variables objectives et non des mesures psychométriques. Les attitudes des salariés ne peuvent être appréhendées que par la mesure de leurs propres perceptions. La diffusion d'un questionnaire aurait donc pu être couplée avec la mesure des variables retenues. Cette démarche n'a pu être entreprise en raison de la confidentialité des données recueillies. Il nous a été impossible de diffuser un questionnaire que nous aurions pu rapprocher des données mesurées par la présente recherche. L'influence des attitudes des salariés sur l'investissement en actions de l'entreprise a fait l'objet d'une mesure par Caramelli (2006). Le questionnaire de ce dernier a notamment été diffusé dans le groupe bancaire sur lequel portait notre propre recherche. Les résultats de Caramelli (2006) ne montrent pas d'influence de la motivation, de la satisfaction, de l'intention de départ et de l'implication affective sur la préférence pour l'investissement en actionnariat salarié.

Nous avons mesuré l'influence des déterminants des investissements des salariés sur trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié. Une quatrième dimension énoncée au sixième chapitre porte sur la décision d'opérer des transferts d'épargne salariale au sein du PEE vers les FCPE d'actionnariat salarié en dehors du contexte d'une ACRS. L'étude de la décision d'opérer des transferts vers les FCPE d'actionnariat salarié pourrait

faire appel à des méthodes d'analyse de données longitudinales. Cette dernière remarque appelle un commentaire relatif aux méthodes d'investigation utilisées dans cette recherche. Notre étude quantitative en coupe transversale présente en effet une limite inhérente à cette méthode. Elle néglige en effet la dimension temporelle qui a pu impacter la décision d'investir des salariés.

Enfin, l'étude quantitative porte sur une entreprise du secteur bancaire. Cette restriction limite le caractère généralisable des résultats de notre recherche. Les salariés d'un groupe bancaire ont généralement une meilleure formation financière qui leur permet de mieux comprendre les opérations d'actionnariat salarié.

Les voies de recherche futures

Les limites mentionnées ci-dessus appellent des recherches futures.

Tout d'abord, et afin de généraliser les résultats quantitatifs, il conviendrait de répliquer les tests pratiqués dans des contextes différents. Une telle démarche permettrait de tenir compte des caractéristiques des entreprises et des systèmes d'épargne salariale. Au vu des résultats de l'étude qualitative et de la revue de littérature, nous avons en effet pu constaté que les caractéristiques des entreprises peuvent occasionner des pratiques différentes en terme d'actionnariat salarié. Les salariés d'entreprises non financières peuvent être moins sensibilisés aux pratiques de l'épargne salariale et à ses mécanismes. De plus, le recours à ce type d'incitation collective est moins répandu selon les secteurs. Les données de l'AMF indiquent en effet que les banques pratiquent les ACRS de façon systématique²⁰⁶. En outre, répliquer les recherches dans plusieurs entreprises permettrait de tenir compte des effets de contexte tels que l'extrapolation excessive des performances futures. Une alternative à la prise en compte du cas de plusieurs entreprises pourrait être l'utilisation d'une démarche longitudinale. Dans le cas de notre recherche, et compte tenu du caractère récurrent des ACRS dans l'entreprise étudiée, une telle démarche est tout à fait envisageable à l'avenir.

Si l'on considère les opérations d'actionnariat salarié comme des transactions entre les salariés et leur entreprise, on peut inscrire l'actionnariat salarié dans le cadre d'une relation

²⁰⁶Données disponibles sur le site de l'AMF sous la rubrique « décisions et informations financières ». Ingrid François note par ailleurs que « l'augmentation de capital réservée aux salariés est devenue un rendez-vous annuel chez certaines banques françaises...Terrain privilégié, la banque est touchée par cette tendance de très près » (Les Echos, 18 Août 2005).

d'échange où les entreprises offrent des capitaux et leurs salariés des demandeurs. Alors que le point de départ de notre problématique porte sur la mise en lumière des déterminants de la demande d'actionnariat salarié issue des employés, nous avons mis en évidence le rôle moteur de l'offre à plusieurs reprises. Plusieurs de ses déterminants ont été énoncés par la littérature. La mise en œuvre de l'actionnariat salarié correspondrait ainsi à une volonté de stimuler les efforts des salariés. L'actionnariat salarié peut aussi avoir pour effet de limiter les prises de contrôle. L'actionnariat salarié s'inscrit par ailleurs dans le cadre de la politique de financement de l'entreprise. Les recherches futures pourraient ainsi emprunter la voie d'un rapprochement entre le recours à l'actionnariat salarié (au travers notamment des ACRS) et les théories de la structure financière des firmes.

Nous avons constaté la forte influence du *design* de l'offre de fonds. Si plusieurs recherches ont porté sur le comportement d'investissement des salariés en présence de différentes offres de fonds, très peu se sont intéressées aux modalités de la définition. En rapprochant l'offre et la demande, la démarche de Elton, *et al.* (2006) innove de ce point de vue. Ils montrent notamment que les gestionnaires de fonds *401(k)* ont tendance à supprimer de leur offre les fonds caractérisés par de mauvaises performances passées et à inclure les fonds ayant obtenu de bonnes performances passées. *A posteriori*, une telle stratégie s'avère critiquable. Les auteurs constatent en effet que les fonds retirés de l'offre sont ceux qui obtiennent ensuite les meilleures performances à long terme. Une telle démarche d'analyse de la composition des offres d'épargne salariale devrait être adoptée afin de mieux cerner les déterminants de la définition du *design* de l'épargne salariale.

Bibliographie

Bibliographie

- ACS, 1994, *The American capital strategies employee ownership Index: performance figures, 1991-1994* (American Capital Strategies, Inc., Bethesda, MD).
- Actionnariat salarié, Enquête, 2002, Hewitt Associates et Société Générale Asset Management.
- Agnew, Julie, Pierluigi Balduzzi, & Annika Sunden, 2003, Portfolio choice and trading in a large 401(k) Plan, *American Economic Review* 93, 193.
- Alchian, Armen A., 1987, Property rights, in Milgate W. Eatwell J., Newman P., ed.: *The new Palgrave: A dictionary in economics* (Palgrave Macmillan).
- Alchian, Armen A., & Harold Demsetz, 1972, Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review* 62, 777-795.
- Aoki, Masahiko, 1980, A model of the firm as a stockholder-employee cooperative Game, *American Economic Review* 70, 600.
- Applebaum, E., & P. Berg, 2000, High performance work systems : the historical context, in Margaret M. Blair, et Thomas A. Kochan, eds.: *The new relationship : human capital in American corporation* (The Brookings Institution, Washington, DC).
- Arcimoles (d'), Charles-Henri, & Frank Brillet, 2000, Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié : une revue de la littérature France / Grande Bretagne / Etats Unis, Association francophone de Gestion des Ressources Humaines, communication n° 47.,
- Arcimoles (d'), Charles-Henri, & Stéphane Trébucq, 2003, Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises, *Revue de gestion des ressources humaines* 48.
- Artus, Patrick, François Legendre, & Pierre Morin, 1991, Le partage du profit incite-t-il à travailler plus ?, *Économie et Prévision* 87.
- Aubert, Nicolas, 2006, Pourquoi les salariés achètent des actions de leur entreprise? Le cas d'une augmentation de capital réservée aux salariés, Congrès international de l'Association Française de Finance, IAE de Poitiers.
- Baker, George P., Michael C. Jensen, & Kevin J. Murphy, 1988, Compensation and incentives: practice vs. theory, *Journal of Finance* 43, 593-616.
- Baks, Klaas P., Andrew Metrick, & Jessica Wachter, 2001, Should investors avoid all actively managed mutual funds? A study in bayesian performance evaluation, *Journal of Finance* 56, 45.
- Banker, Ranjiv D. , Seok-Young Lee, & Gordon Potter, 1996, Contextual analysis of performance impacts of outcomes-based incentive compensation, *Academy of Management Journal* 39, 920-948.
- Barber, Brad, & Terrance Odean, 2000, Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors, *Journal of Finance* 55, 773-806.
- Barber, Brad, & Terrance Odean, 2001, Boys will be boys: gender, overconfidence, and common Stock Investment, *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.
- Bardin, L., 1993, *L'analyse de contenu* (Presses Universitaires de France, Paris).
- Barnard, Chester, 1938, *The functions of the executive* (Harvard University Press, Cambridge, MA).
- Barney, Jay B., 1990, Employee stock ownership and the cost of equity in Japanese electronic firms, *Organization Studies* 11, 353-372.
- Baron, James N., & David M. Kreps, 1999, *Strategic human resources: Frameworks for general managers* (John Wiley & Sons, Inc., New York).
- Beatty, A., 1995, The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans, *Journal of Financial Economics* 38, 211-240.
- Becker, Gary S., 1962, Investment in human capital: effects on earnings, *Journal of Political Economy* 70, 9-49.
- Becker, Gary S., 1964, *Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education* (National Bureau of Economic Research, New York).
- Bell, L., & D. Kruse, 1995, Evaluating ESOPs, profit sharing, and gainsharing in U.S. industries: effects on worker and firm performance, Report to the Office of the American Workplace, U.S. Department of Labor.
- Ben-Ner, A., & D.C. Jones, 1995, Employee participation, ownership, and productivity: a theoretical framework, *Industrial Relations* 34, 532-554.
- Ben-Ner, Avner, Burns W. Allen, Gregory Dow, & Louis Putterman, 2000, Employee ownership: an empirical exploration, in Margaret M. & Kochan Blair, Thomas A., ed.: *The new relationship: Human capital in the American corporation* (Brookings Institution Press, Washington D.C.).
- Benartzi, Shlomo, 2001, Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock., *Journal of Finance* 56, 1747-1764.
- Benartzi, Shlomo , & Richard H. Thaler, 2002, How Much Is Investor Autonomy Worth?, *Journal of Finance* 57, 1593-1616.

- Benartzi, Shlomo, & Richard H. Thaler, 1999, Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments, *Management Science* 45, 364.
- Benartzi, Shlomo, & Richard H. Thaler, 2001, Naïve diversification strategies in defined contribution saving plans, *American Economic Review* 91, 79.
- Benartzi, Shlomo, & Richard H. Thaler, 2006, Heuristics and biases in retirement savings behavior, *Journal of Economic Perspectives* forthcoming.
- Benartzi, Shlomo, Richard H. Thaler, Stephen P. Utkus, & Cass R. Sunstein, 2006, Company stock, market rationality, and legal reform, *Journal of Law and Economics* forthcoming.
- Benartzi, Shlomo, Richard H. Thaler, Stephen P. Utkus, & Cass R. Sunstein, à paraître, The Law and Economics of Company Stock in 401(k) Plans, *Journal of Law and Economics*.
- Berelson, Bernard Reuben, 1971, *Content analysis in communication research* (Hafner, New York).
- Bergmann, Alexander E., 1975, Industrial Democracy in Germany: The Battle for Power, *Journal of General Management* 2, 20-29.
- Berle, Adolf A., & Gardiner C. Means, 1932, *The modern corporation and private property* (Macmillan, New York).
- Bernheim, Douglas B., 1998, Financial illiteracy, education retirement savings, in Olivia S. Mitchell, et Sylvester J. Schieber, eds.: *Living with defined contribution pensions* (University of Pennsylvania Press, Philadelphia).
- Bertaut, Carole C., & Michaël Haliassos, 1997, Precautionary portfolio behavior from a life-cycle perspective, *Journal of Economic Dynamics and Control* 21, 1511-1542.
- Blair, Margaret M., ed., 1995. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century* (The Brookings Institution, Washington, DC).
- Blair, Margaret M., 1999, Firm-specific human capital and theories of the firm, in Margaret M. Blair, et Mark J. Roe, eds.: *Employees and corporate governance* (Brookings Institution Press, Washington, DC).
- Blair, Margaret M., & Thomas A. Kochan, 2000, *The new relationship : human capital in the American corporation* (Brookings Institution Press, Washington, D.C.).
- Blair, Margaret M., Douglas L. Kruse, & Joseph R. Blasi, 2000, Employee ownership: an unstable form or a stabilizing force?, in Margaret M. & Kochan Blair, Thomas A., ed.: *The new relationship: human capital in the American corporation* (Brookings Institution Press, Washington D.C.).
- Blair, Margaret M., & Mark J. Roe, eds., 1999. *Employees and corporate governance* (Brookings Institution Press, Washington, DC).
- Blasi, Joseph, Douglas Kruse, & Aaron Bernstein, 2003, *In the company of owners : the truth about stock options (and why every employee should have them)* (Basic Books, New York).
- Blasi, Joseph R., 1988, *Employee ownership : revolution or ripoff?* (Ballinger Pub. Co., Cambridge, Mass.).
- Blasi, Joseph R., Michael A. Conte, & Douglas L. Kruse, 1996, Employee stock ownership and corporate performance among public companies, *Industrial and Labor Relations Review* 50, 60-79.
- Blasi, Joseph R., & Douglas L. Kruse, 2006, Risk: Is It Economic Democracy or Just Another Risk For Workers? Employee Attitudes Towards Risk-sharing and Financial Participation in Company Rewards, Russell Sage/NBER conference in New York City, New York.
- Bloom, Steven M., 1986, Employee ownership and firm performance, Dissertation, Harvard University.
- Blume, Marshall B., & Irwin Friend, 1975, The asset structure of individual portfolios and some implications for utility functions, *Journal of Finance* 30, 585.
- BNP Paribas, & Altédia, 2005, Baromètre annuel tendances épargne retraite entreprises, quatrième édition,
- Bodie, Zvi, Robert C. Merton, & W.F. Samuelson, 1992, Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 427-449.
- Boudon, Raymond, & Renaud Filleule, 2002, *Les méthodes en sociologie* (PUF, Paris).
- Bourbonnais, Régis, 2003, *Econométrie* (Dunod, Paris).
- Buchko, Aaron A., 1992a, Effects of employee ownership on employee attitudes: a test of three theoretical perspectives, *Work and Occupations* 19, 59-78.
- Buchko, Aaron A., 1992b, Employee ownership, attitudes, and turnover: an empirical assessment, *Human Relations* 45, 711-733.
- Buchko, Aaron A., 1993, The effects of employee ownership on employee attitudes: an integrated causal model and path analysis, *Journal of Management Studies* 30, 633-657.
- Cable, J. R., & Felix R. Fitzroy, 1980, Productive efficiency, incentives, and employee participation: some preliminary results from West-Germany, *Kyklos* 33, 100-121.
- Camerer, Colin F., George Lowenstein, & Matthew Rabin, eds., 2003. *Advances in Behavioral Economics* (Princeton University Press).
- Cannel, M., & S. Wood, 1992, Incentive pay : Impact and evolution,, *London, Institute of Personnel Management*.

- Caramelli, Marco, 2006, Une Etude de l'Actionnariat des Salariés dans le Contexte de l'Entreprise Multinationale: une Approche Attitudinale Interculturelle, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Montpellier II.
- Carson, R. G., 1977, A theory of cooperatives, *Canadian journal of economics* 10, 565-589.
- Chang, S., 1990, Employee stock ownership plans and shareholder wealth: an empirical investigation, *Financial Management* 19, 48-58.
- Chang, S., & D. Mayers, 1992, Managerial vote ownership and shareholder wealth: evidence from employee stock ownership plans, *Journal of Financial Economics* 32, 103-131.
- Chaplinsky, S., & G. Niehaus, 1994, The role of ESOPs in takeover contests, *Journal of Finance* 49, 1451-1470.
- Charreaux, Gérard, 1997a, Le gouvernement d'entreprise, in *Encyclopédie de gestion*.
- Charreaux, Gérard, ed., 1997b, *Le gouvernement des entreprises. Corporate governance, théories et faits* (Economica, Paris).
- Charreaux, Gérard, & Philippe Desbrières, 1998, Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, *Finance Contrôle Stratégie* 1, 57-88.
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian, & Andrew Metrick, 2002, Defined contribution pensions: Plan rules, participation decisions, and the path of least resistance, in James Poterba, ed.: *Tax Policy and the Economy* (MIT Press).
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian, & Andrew Metrick, 2003, Passive decisions and potent defaults, Working paper, 9917, NBER.
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian, & Andrew Metrick, 2004, Employees' investment decisions about company stock, in Olivia S. Mitchell, et Stephen P. Utkus, eds.: *Pension Design Structure: New lessons from behavioral finance* (Oxford University Press).
- Clark, Robert L., Madeleine B. d'Ambrosio, Ann A. McDermed, & Kshama Sawant, 2004, Sex differences, financial education, and retirement goals, in Olivia S. Mitchell, et Stephen P. Utkus, eds.: *Pension design and structure: New lessons from behavioral finance* (Oxford University Press, New York).
- Coase, Ronald H., 1937, The nature of the firm, *Economica* 386-405.
- COB-Altédia, 1999, L'actionnariat salarié: Etude auprès des entreprises cotées à la Bourse de Paris, Bulletin COB n°336,
- Cohen, Lauren, 2004, Loyalty based portfolio choice, *Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago*.
- Cohn, Richard, Wilbur Lewellen, Ronald Lease, & Gary Schlarbaum, 1975, Individual investor risk aversion and investment portfolio composition, *Journal of Finance* 10, 605-620.
- Commeiras, Nathalie, Sylvie Saint-Onge, & A. Le Roux, 2000, La participation financière: historique, efficacité et conditions de succès, in Jean-Marie Peretti, et Patrice Roussel, eds.: *Politiques de rémunération pour les années 2000* (Editions VUIBERT, Paris).
- Conseil supérieur de la participation, 2004, *La participation financière: Rapport annuel du conseil supérieur de la participation pour 2003/2004* (La documentation française, Paris).
- Conte, M., & J. Svejnar, 1990, The effects of worker participation in management, profits, and ownership of assets on enterprise performance, in K. Abraham, et R. McKersie, eds.: *New developments in the labor market* (MIT, Cambridge, MA).
- Conte, M.A., J. Blasi, D. Kruse, & R. Jampani, 1996, Financial returns of public ESOP companies: investor effects vs. manager effects, *Financial Analysts Journal* 52, 51-61.
- Conte, M.A., & A.S. Tannenbaum, 1978, Employee-owned companies: is the difference measurable?, *Monthly Labor Review* 101, 23-28.
- Conte, Michael A., & Jan Svejnar, 1988, Productivity effects of worker participation in management, profit-sharing, worker ownership of capital, *International Journal of Industrial Organization* 6, 139.
- Cramton, Peter, Hamid Mehran, & Joseph Tracy, 1997, ESOP fables: The impact of employee stock ownership plans on labor disputes, working paper,
- Craney, Trevor A., & James G. Surlles, 2002, Model-Dependent Variance Inflation Factor Cutoff Values, *Quality Engineering* 14, 391 - 403.
- Crozier, Michel, 1970, *La société bloquée* (Seuil, Paris).
- Davidson III, W.N., & D.L. Worrell, 1994, ESOP's fables: the influence of employee stock ownership plans on corporate stock prices and subsequent operating performance, *Human Resource Planning* 17, 69-87.
- Degeorge, Francois, Dirk Jenter, Alberto Moel, & Peter Tufano, 2004, Selling company shares to reluctant employees: France Telecom's experience., *Journal of Financial Economics* 71, 169-202.
- Desbrières, Philippe, 1990, Participation financière des salariés et organisation interne de l'entreprise, *Revue d'Economie Industrielle* 54.
- Desbrières, Philippe, 1997, Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise, in Gérard Charreaux, ed.: *Le gouvernement des entreprises* (Economica, Paris).
- Desbrières, Philippe, 2002, Les actionnaires salariés, *Revue Française de Gestion* 28, 255-281.

- Dhillon, U.S., & G.G. Ramirez, 1994, Employee stock ownership and corporate control: an empirical study, *Journal of Banking & Finance* 18, 9-26.
- Doeringer, Peter B., & Michael J. Piore, 1971, *Internal labor markets and manpower analysis* (D.C. Heath, Lexington, MA).
- Dondi, Jean, 1992, Contribution à la connaissance de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I.
- Dow, Gregory K., 1993, Why capital hires labor: A bargaining perspective, *American Economic Review* 83, 118.
- Driscoll, K., Malcolm J., M. Sirull, & P. Slotter, 1995, 1995 Gallup survey of defined contribution plan participants, *John Hancock Financial Services*.
- Eisenhardt, Kathleen M., 1989, Agency theory: an assessment and review, *Academy of Management Review* 14, 57-74.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, & Christopher R. Blake, 2006, Participant reaction and the performance of funds offered by 401(k) plans, *New York University Stern Business School working paper*.
- Enquête ACEMO-PIPA-DARES-METCS, 2002,
- Even, William E., & David Mcpherson, 2003, The distributional consequences of the shift to defined contribution plans, Working paper, Miami University.
- Evrard, Yves, Bernard Pras, & Elyette Roux, 2000, *Market, études et recherches en marketing* (Dunod, Paris).
- Farrell, Chris, 2002, The problem with pension plans, *Business Week Online*.
- Fayol, Henri, 1979, *Administration industrielle et générale* (Dunod, Paris).
- Fern, E. F., 1982, The use of focus groups for idea generation: the effects of group size, acquaintanceship, and moderator on response quantity and quality, *Journal of Marketing Research* 19, 1-13.
- Férone, Geneviève, Charles-Henri d'Arcimoles, Pascal Bello, & Najib Sassenou, 2001, *Le développement durable des enjeux stratégiques pour l'entreprise* (Editions d'organisation).
- Fitzroy, Felix R., & Kornelius Kraft, 1987, Cooperation, productivity, and profit sharing, *Quarterly Journal of Economics* 102, 23.
- Freeman, Richard, Douglas L. Kruse, & Joseph R. Blasi, 2004, Monitoring colleagues at work: profit-sharing, employee ownership, broad-based stock options and workplace performance in the United States, Association for Comparative Economic Studies Conference, San Diego.
- Freeman, Richard, & Edward P. Lazear, 1993, Relational investing: the worker's perspective, in Ronald J. Gilson, John C. Coffee, et Louis Lowenstein, eds.: *Meaningful relationships: institutional investors, relational investing, and the future of corporate governance* (Oxford University Press).
- French, J.L., 1987, Employee perspectives on stock ownership: financial investment or mechanism of control?, *Academy of Management Review* 12, 427-435.
- French, J.L., & J. Rosenstein, 1984, Employee ownership, work attitudes, and power relationships, *Academy of Management Journal* 27, 861-869.
- Friedman, Milton, 1953, *Essays in positive economics* (University of Chicago Press, Chicago).
- Furubotn, Eirik G., 1978, The economic consequences of codetermination for the rate and service of private investment, in Svetozar Pejovich, ed.: *The codetermination movement in the West* (Lexington Books, Lexington, MA).
- Furubotn, Eirik G., & Svetozar Pejovich, 1972, Property rights and economic theory: a survey of recent literature, *Journal of Economic Literature* 1137-1162.
- Furubotn, Eirik G., & Svetozar Pejovich, 1974, *The economic of property rights* (Ballinger, Cambridge, MA).
- Gamble, J.E., R. Culpepper, & M.G. Blubaugh, 2002, ESOPs and employee attitudes - The importance of empowerment and financial value, *Personnel Review* 31, 9-26.
- Ghiglione, R., J.-L. Beauvois, C. Chabrol, & A. Trognon, 1980, L'analyse de contenu : moyen de recherche, in *Manuel d'analyse de contenu* (Armand Colin, Paris).
- Giannelloni, Jean-Luc, & Eric Vernet, 2001, *Etudes de marché* (Vuibert, Paris).
- Godfrain, Jacques, & François Cornut-Gentile, 2005, Une ambition : la participation pour tous, Rapport au Premier Ministre,
- Gordon, L.A., & J. Pound, 1990, ESOPs and corporate control, *Journal of Financial Economics* 27, 521-551.
- Grawitz, Madeleine, 2001, *Méthodes de recherche* (Dalloz, Paris).
- Greenberg, E.S., 1980, Participation in industrial decision-making and worker satisfaction: the case of producer cooperatives, *Social Science Quarterly* 60, 551-569.
- Grossman, Sanford J., & Oliver D. Hart, 1986, The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy* 94, 691.
- Guzzo, Richard A., & Raymond A. Katzell, 1987, Effects of economic incentives on productivity: a psychological view, in Haig R. Nalbantian, ed.: *Incentives, cooperation, and risk sharing* (Rowman & Littlefield, Totowa, NJ).
- Hair, Joseph F., William C. Black, Rolph E. Anderson, & Ronald L. Tatham, 1995, *Multivariate data analysis* (Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.).

- Hair, Joseph F., William C. Black, Barry J. Babin, Rolph E. Anderson, & Ronald L. Tatham, 2006, *Multivariate data analysis* (Pearson, Upper Saddle River, NJ).
- Hammer, T.H., & R.N. Stern, 1980, Employee ownership: implications for the organizational distribution of power, *Academy of Management Journal* 23, 78-100.
- Hansen, Daniel, 1997, Worker performance and group incentives: a case study, *Industrial and Labor Relations Review* 51, 37-49.
- Hart, Oliver D., & Bengt Holmström, 1987, The theory of contracts, in T. Bewley, ed.: *Advances in economic theory, fifth world congress* (Cambridge University Press, Cambridge).
- Hart, Oliver, & John Moore, 1990, Property rights and the nature of the firm, *Journal of Political Economy* 98, 1119.
- Heath, Chip, & Amos Tversky, 1991, Preferences and beliefs: Ambiguity and competence in choice under uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty* 4, 5-28.
- Hervé, Fabrice 2004, L'état des thèses en finance 2000 - 2004, 17èmes Journées Nationales des IAE, IAE de Lyon.
- Hill, Charles W. L., & Thomas M. Jones, 1992, Stakeholder-agency theory, *Journal of Management Studies* 29, 131-154.
- Holmström, Bengt R., 1979, Moral hazard and observability, *Bell Journal of Economics* 74-91.
- Holmström, Bengt R., 1982, Moral hazard in teams, *Bell Journal of Economics* 13, 324-340.
- Holmström, Bengt R., & Paul Milgrom, 1991, Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design., *Journal of Law, Economics & Organization* 7, 24.
- Huber, V. L., 1985, The interplay of goals and promises of pay for performance on individual and group performance: an operant interpretation, *Journal of Organizational Behavior and Management* 7, 45-64.
- Huberman, A. M., & M. B. Miles, 2003, *Analyse des données qualitatives* (De Boeck Université).
- Huberman, Gur, 2001, Familiarity breeds investment., *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
- Huberman, Gur, Sheena S. Iyengar, & Wei Jiang, 2004, Defined contribution pension plans: determinants of participation and contributions rates, *Columbia University Working paper*.
- Huberman, Gur, & Paul. 2004 Sengmuller, 8: 403-443., 2004, Performance and employer stock in 401(k) plans, *Review of Finance* 8, 403-443.
- Iqbal, Zahid, & Shaikh Abdul Hamid, 2000, Stock price and operating performance of ESOP firms: A time-series analysis., *Quarterly Journal of Business & Economics* 39, 25.
- Iyengar, Sheena S., Gur Huberman, & Jang Wei, 2004, How much choice is too much? Contributions to 401(k) retirement plans, in Olivia S. Mitchell, et Stephen P. Utkus, eds.: *Pension Design Structure: New lessons from behavioral finance* (Oxford University Press).
- Iyengar, Sheena S., & Mark Lepper, 2000, When choice is demotivating: Can one desire too much of a good thing?, *Journal of Personality and Social Psychology* 76, 995-1006.
- Jacquillat, Bertrand, & Michel Levasseur, 1984, Signaux, mandats et gestion financière: une synthèse de la littérature, *Finance* 5, 7-83.
- Jensen, Michael C., 1983, Organizational theory and methodology, *Accounting Review* 58, 319-339.
- Jensen, Michael C., & William H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, Michael C., & William H. Meckling, 1979, Rights and production functions, *Journal of Business* 52.
- Jensen, Michael C., & William H. Meckling, 1992, Specific and general knowledge, and organizational structure, in Lars Werin and Hans Wijkander, ed.: *Contract Economics* (Blackwell, Oxford).
- Jones, D.C., 1993, The productivity effects of employee ownership within command economies: evidence from Poland, *Managerial and Decision Economics* 14, 475-485.
- Jones, D.C., & T. Kato, 1993, Employee stock ownership plans and productivity in Japanese manufacturing firms, *British Journal of Industrial Relations* 31, 331-346.
- Jones, D.C., & T. Kato, 1995, The productivity effects of employee stock ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data, *American Economic Review* 85, 391-415.
- Kahneman, Daniel, & Amos Tversky, 1984, Choices, values and frames, *American Psychologist* 39, 341-350.
- Kalmi, P., A. Pendleton, & E. Poutsma, 2004, The relationship between financial participation and other forms of employee participation: new survey evidence from Europe, Discussion Paper, 3, HECER – Helsinki Center of Economic Research.
- Kandel, Eugene, & Edward P. Lazear, 1992, Peer pressure and partnerships, *Journal of Political Economy* 100, 801-817.
- Kardas, P. A., P. Sommers, G. Whinter, R. Marens, & K. Gale, 1994, Employment and sales growth in Washington State employee ownership companies: a comparative analysis, *Journal of Employee Ownership Law and Finance* 83-135.
- Kato, T., 2000, The recent transformation of participatory employment practices in Japan, Working Paper, 7965, NBER.

- Keef, S.P., 1998, The causal association between employee share ownership and attitudes: a study based on the Long framework, *British Journal of Industrial Relations* 36, 73-82.
- Kelly, J., & C. Kelly, 1991, Them and us: social psychology and the new industrial relations, *British Journal of Industrial Relations* 29, 25-48.
- Klein, Benjamin, Robert G. Crawford, & Armen A. Alchian, 1978, Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process, *Journal of Law and Economics* 21, 297-326.
- Klein, K.J., 1987, Employee stock ownership and employee attitudes: a test of three models, *Journal of Applied Psychology* 72, 319-332.
- Klein, K.J., & R.J. Hall, 1988, Correlates of employee satisfaction with stock ownership: who likes an ESOP most?, *Journal of Applied Psychology* 73, 630-638.
- Knez, Marc, & Duncan Simester, 1992, Firm wide incentives and mutual monitoring at Continental Airlines, Working paper, University of Chicago.
- Kruse, D., 2002, Research evidence on the prevalence and effects of employee ownership, *Journal of Employee Ownership Law and Finance* 14, 65-90.
- Kruse, D.L., 1988, Essays on profit sharing and unemployment, Dissertation, Harvard University.
- Kruse, D.L., 1992, Profit sharing and productivity: microeconomic evidence from the United States, *Economic Journal* 102, 24-36.
- Kruse, Douglas, 1993, *Profit sharing : does it make a difference? : the productivity and stability effects of employee profit-sharing plans* (W.E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, Mich.).
- Kruse, Douglas L., & Joseph R. Blasi, 1997, Employee ownership, employee attitudes, and firm performance, in Daniel J. B. Mitchell David Lewin, and Mahmood A. Zaidi, ed.: *The Human Resource Management Handbook, Part I* (JAI Press, Greenwich).
- Kumbhakar, S.C., & A.E. Dunbar, 1993, The elusive ESOP-productivity link: evidence from U.S. firm-level data, *Journal of Public Economics* 52, 273-283.
- Kuvaas, Bard, 2003, Employee ownership and affective organizational commitment: employees' perceptions of fairness and their preference for company shares over cash, *Scandinavian Journal of Management* 19, 193-212.
- La Bruslerie, (de) Hubert, 2001, De nouvelles perspectives pour l'actionnariat des salariés dans l'entreprise, *Personnel Psychology* 420.
- Laffont, Jean-Jacques, & David Martimort, 2002, *The theory of incentives: the principal-agent model* (Princeton University Press, Princeton, N.J.).
- Lambert, R., 1983, Long-term contracts and moral hazard, *Bell Journal of Economics* 14, 441-452.
- Lambert, Richard A., David F. Larcker, & Robert E. Verrecchia, 1991, Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation, *Journal of Accounting Research* 29, 129.
- Lawler, Edward E. III, 1971, *Pay and organizational performance: a psychological view* (McGraw Hill, New York).
- Lawler, Edward E. III, 1987, Pay for performance, in Haig R. Nalbantian, ed.: *Incentives, cooperation, and risk sharing* (Rowman & Littlefield, Totowa).
- Lee, B.W., 1988, Productivity and employee ownership: the case of Sweden, Dissertation, Uppsala University, Sweden.
- Liang, Nelly, & Scott Weisbenner, 2002, Investor behavior and the purchase of company stock in 401(k) plans: the importance of plan design, Working paper, 9131, NBER.
- Liebeskind, J.P., 2000, Ownership, Incentives, and control in new biotechnology, in Margaret M. Blair, et Thomas A. Kochan, eds.: *The New Relationship: Human Capital Corporation* (Brooking Institution Press, Washington D.C.).
- Lincoln, Y., & E. Guba, 1985, *Naturalistic inquiry* (Sage, New York).
- Livingston, D.T., & James B. Henry, 1980, The effect of employee stock ownership plans on corporate profits., *Journal of Risk & Insurance* 47, 491-505.
- Livingston, D.T., & James B. Henry, 1983, The effect of employee stock ownership plans on corporate profits--reply., *Journal of Risk & Insurance* 50, 498-499.
- Locke, E. A., D. B. Feran, V. N. McCaleb, K. N. Shaw, & A. T. Denny, 1980, The relative effectiveness of four methods of motivating employee performance, in K. D. Duncan, M. M. Gruneberg, et D. Wallis, eds.: *Changes in working life* (Wiley, New York).
- Long, R.J., 1978a, The effects of employee ownership on organizational identification, employee job attitudes, and organizational performance: a tentative framework and empirical findings, *Human Relations* 31, 29-48.
- Long, R.J., 1978b, The relative effects of share ownership vs. control on job attitudes in an employee-owned company, *Human Relations* 31, 753-763.
- Long, R.J., 1980, Job attitudes and organizational performance under employee ownership, *Academy of Management Journal* 23, 726-737.

- Lusardi, Annamaria, 2004, Saving and the effectiveness of financial education, in Olivia S. Mitchell, et Stephen P. Utkus, eds.: *Pension design and structure: New lessons from behavioral finance* (Oxford University Press, New York).
- Maaloe, E., 1998, *The employee owner* (Academic Press, Copenhagen).
- Macho-Stadler, Ines, & J. David Perez-Castrillo, 2001, *An introduction to the economics of information : incentives and contracts* (Oxford University Press, Oxford ; New York).
- Madrian, Brigitte C., & Dennis F. Shea, 2001, The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior, *Quarterly Journal of Economics* 116, 1149-1525.
- Maillard, Paul, 2002a, *Intéressement, participation, actionnariat salarié* (Daloz).
- Maillard, Paul, 2002b, *L'épargne salariale* (Revue Banque Edition, Paris).
- Marens, R.S., A.C. Wicks, & V.L. Huber, 1999, Cooperating with the disempowered: using ESOPs to forge a stakeholder relationship by anchoring employee trust in workplace participation programs, *Business & Society* 38, 51-82.
- Margrabe, William, 1978, The value of an option to exchange one asset for another, *Journal of Finance* 33, 177.
- Markovitz, Harry, 1952, Portfolio selection, *Journal of Finance* 7, 77-91.
- Marsh, Thomas R., & Dale E. McAllister, 1981, ESOP tables: a survey of companies with employee stock ownership plans, *Journal of Corporation Law* 6, 614-617.
- Mawhinney, T. C., & C. Gowen, 1991, Gainsharing and the law of effect as matching law: a theoretical framework, *Journal of Organizational Behavior and Management* 2, 61-73.
- McCain, Roger A., 1982, Empirical implications of worker participation in management, in Derek C. Jones, et Jan Svejnar, eds.: *Participatory and self managed firms* (Lexington Books).
- McNulty, Marian S., 1975, A question of managerial legitimacy., *Academy of Management Journal* 18, 579-588.
- McWilliams, V.B., 1990, Managerial share ownership and the stock price effects of antitakeover amendment proposals, *Journal of Finance* 45, 1627-1640.
- Merton, Robert C., 1969, Lifetime portfolio selection under uncertainty: the continuous-time case, *Review of Economics and Statistics* 51, 247-257.
- Merton, Robert C., 1971, Optimum consumption and portfolio rules in a continuous-time model, *Journal of Economic Theory* 3, 373-413.
- Meulbroek, Lisa K., 2005, Company stock in pension plans: How costly is it?, *Journal of Law and Economics* 48, 443-474.
- Milgrom, Paul, & John Roberts, 1992, *Economics, organization and management* (Prentice Hall International, Inc.).
- Mintzberg, Henry, 1983, *Power in and around organizations* (Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J.).
- Mitchell, Daniel J. B., David Lewin, & Edward E. III Lawler, 1990, Alternative pay systems, firm performance, and productivity, in Alan S. Blinder, ed.: *Paying for productivity* (The Brookings Institution, Washington, DC).
- Mitchell, Olivia S., & Stephen P. Utkus, 2002, The role of company stock in defined contributions plans, Working paper, 9250, NBER.
- Modigliani, Franco, & Richard Brumberg, 1954, Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data, in K. Kurihara, ed.: *Post Keynesian Economics* (Rutgers University Press, New Brunswick).
- Modigliani, Franco, & Richard Brumberg, 1979, Utility analysis and aggregate consumption functions: An attempt at integration, in A. Abel, ed.: *Collected Papers of Franco Modigliani* (MIT Press, Cambridge).
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny, 1990, Do managerial objectives drive bad acquisitions?, *Journal of Finance* 45, 31-48.
- Mowday, Richard T., Richard M. Steers, & Lyman M. Porter, 1979, The measurement of organizational commitment, *Journal of Vocational Behavior* 14, 224-247.
- Mulder, Mauk, 1971, Power equalization through participation?, *Administrative Science Quarterly* 16, 31.
- Nalbantian, Haig R., 1987, Incentive compensation in perspective, in Haig R. Nalbantian, ed.: *Incentives, cooperation and risk sharing* (Rowman & Littlefield, Totowa, NJ).
- Odean, Terrance, 1999, Do investors trade too much?, *American Economic Review* 89, 1279-1298.
- Oliver, N., 1984, An examination of organization commitment in six workers' cooperatives in Scotland, *Human Relations* 37, 29-46.
- Olson, Mancur Jr, 1965, *The logic of collective action* (Harvard University Press, Cambridge, MA).
- Park, S., & M.H. Song, 1995, Employee stock ownership plans, firm performance, and monitoring by outside blockholders, *Financial Management* 24, 52-65.
- Patel, Jayendu, Richard Zeckhauser, & Darryll Hendricks, 1991, The rationality struggle: Illustrations from financial markets, *American Economic Review* 81, 232.
- Pejovich, Svetozar, ed., 1978. *The codetermination movement in the West* (Lexington Books, Lexington, MA).
- Pellemans, P., 1999, *Recherche qualitative en marketing* (DeBoeck Université, Paris).

- Pendleton, A., N. Wilson, & M. Wright, 1998, The perception and effects of share ownership: empirical evidence from employee buy-outs, *British Journal of Industrial Relations* 36, 99-123.
- Pendleton, Andrew, 2001, *Employee ownership, participation and governance : a study of ESOPs in the UK* (Routledge, London).
- Pendleton, Andrew, 2005, Sellers or keepers? Share retentions in share option plans, *Human Resource Management* 44, 319-336.
- Pendleton, Andrew, 2006, Who invests too much in employer stock, and why do they do it? Some evidence from UK stock ownership plans, Working paper, 24, University of York
- Pérotin, Virginie, & Andrew Robinson, 2003a, Employee participation in profit and ownership: a review of the issues and evidence, Working Paper, SOCI 109 EN, European Parliament.
- Pérotin, Virginie, & Andrew Robinson, 2003b, Participation aux bénéfices et actionnariat salarié: Les éléments du débat, Cahier de travail, Parlement européen, Direction générale des études.
- Pierce, J.L., S.A. Rubenfeld, & S. Morgan, 1991, Employee ownership: a conceptual model of process and effects, *Academy of Management Review* 16, 121-144.
- Point, Sébastien, Catherine Voynnet Fourboul, & Franck Bournois, 2002, L'analyse des données qualitatives assistée par ordinateur: une évaluation, *Revue Française de Gestion* 28, 71-84
- Poterba, James M., 2003, Employer Stock and 401(k) Plans., *American Economic Review* 93, 398-404.
- Prendergast, Canice, 1999, The provision of incentives in firms, *Journal of Economic Literature* 37, 7-63.
- Pugh, William N., Sharon L. Oswald, & John S. Jahera Jr., 1999, ESOPs, takeover protection, and corporate decision-making, *Journal of Economics and Finance* 23, 170-185.
- Pugh, William N., Sharon L. Oswald, & John S. Jahera Jr., 2000, The effect of ESOP adoptions on corporate performance: are there really performance changes?, *Managerial and Decision Economics* 21, 167-180.
- Pugh, William N., Daniel E. Page, & John S. Jahera Jr., 1992, Antitakeover charter amendments: effects on corporate decisions., *Journal of Financial Research* 15, 57-67.
- Purcell, Patrick J., 2003a, Employer stock in retirement plans: Investment risk and retirement security, *Benefits Quarterly* 19, 51.
- Purcell, Patrick J., 2003b, Employer stock in retirement plans: investment risk and retirement security, Report for Congress, Congressional Research Service.
- Puterman, Louis, 1984, On some recent explanations on why capital hires labor, *Economic Enquiry* 22, 171-187.
- Quarrey, M., & C. Rosen, 1986, *Employee ownership and corporate performance* (National Center for Employee Ownership, Oakland, CA).
- Rajan, Raghuram G., & Luigi Zingales, 1998, Power in the theory of the firm, *Quarterly Journal of Economics* 113, 387-432.
- Rajan, Raghuram G., & Luigi Zingales, 2000a, The governance of the new corporation, in Xavier Vives, ed.: *Corporate Governance* (Cambridge University Press).
- Rajan, Raghuram, & Luigi Zingales, 2000b, The tyranny of inequality: An inquiry into the adverse consequences of power struggles, *Journal of Public Economics* 76, 521-558.
- Ramaswamy, Krishna, 2003, Company stock and pension plan diversification, in Olivia Mitchell, et Kent Smetters, eds.: *The pension challenge: risk transfers and retirement income security* (Oxford University Press, Philadelphia).
- Rauh, Joshua, 2004, Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense?, Working paper, University of Chicago.
- Read, Daniel, & George Lowenstein, 1995, Diversification bias: explaining the discrepancy in variety seeking between combined and separated choices, *Journal of Experimental Psychology Applied* 1, 34-49.
- Rémond, Antoine 2006, L'épargne salariale ou comment flexibiliser les salaires, *Le monde diplomatique*, Juin.
- Renaud, Stephane, Sylvie St-onge, & Michel Magnan, 2004, The impact of stock purchase plan participation on workers' individual cash compensation., *Industrial Relations* 43, 120-147.
- Rhodes, S.R., & R.M. Steers, 1981, Conventional vs. worker-owned organizations, *Human Relations* 34, 1013-1035.
- Ritter, Jay R., 2003, Behavioral finance, *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 429-437.
- Romelaer, Pierre, 2000, Organisation : Explosion des frontières et transversalité, *Cahier de recherche du CREPA* n° 50.
- Ros, A. J., 2001, *Profits for all? The costs and benefits of employee ownership* (Nova Science Publishers, New York).
- Rosen, Corey M., 1991, Employee ownership: performance, prospects, and promise, in Corey M. Rosen, et Karen M. Young, eds.: *Understanding employee ownership* (ILR Press, Ithaca).
- Rosen, Corey M., Katherine J. Klein, & Karen M. Young, 1986, *Employee ownership in America: the equity solution* (Lexington Books, Lexington, MA).
- Rubin, Paul H., 1990, *Managing business transactions* (The Free Press, New York).

- Russell, R., A. Hochner, & S.E. Perry, 1979, Participation, influence, and worker-ownership, *Industrial Relations* 18, 330-341.
- Russo, Edward J., 1977, The value of a unit price information, *Journal of Marketing Research* 14, 193-201.
- Saliterman, Victor, & Barry G. Scheckley, 2004, Adult learning principles and pension participant behavior, in Olivia S. Mitchell, et Stephen P. Utkus, eds.: *Pension design and structure: New lessons from behavioral finance* (Oxford University Press, New York).
- Samuelson, Paul A., 1969, Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming, *Review of Economics and Statistics* 51, 239-246.
- Scott, Jason, & Gregory Stein, 2004, Retirement security in a DC world: using behavioral finance to bridge the expertise gap, in Olivia S. Mitchell, et Stephen P. Utkus, eds.: *Pension design and structure: New lessons from behavioral finance* (Oxford University Press, New York).
- Selten, R., 1965, Spieltheoretische Behandlung eines Oligopolmodells mit Nachfrageträgheit, *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 121, 301-324 and 667-689.
- Sesil, James C., Douglas L. Kruse, & Joseph R. Blasi, 2001, Sharing ownership via employee stock ownership, Discussion Paper, 2001/25, United Nations University, World Institute for Development Economics Research.
- Shivdasani, Anil, 1993, Board composition, ownership structure, and hostile takeovers, *Journal of Accounting and Economics* 16, 167-198.
- Shleifer, Andrei, 2000, *Inefficient markets : an introduction to behavioral finance* (Oxford University Press, Oxford ; New York).
- Shleifer, Andrei, & Robert W. Vishny, 1989, Management entrenchment, *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- Shleifer, Andrei, & Robert W. Vishny, 1997, A survey of corporate governance, Article, 2, Blackwell Publishing Limited.
- Simon, Herbert A., 1959, Theories of decision-making in economics and behavioral science, *American Economic Review* 49, 253.
- Simonson, Itamar, 1990, The effect of purchase quantity and timing on variety seeking behavior, *Journal of Marketing Research* 27, 150-162.
- Simonson, Itamar, & Amos Tversky, 1992, Choice in context: Tradeoff contrast and extremeness aversion, *Journal of Marketing Research* 29, 281-285.
- Smith, Adam, 1776, *The wealth of nations* (The modern library, New York).
- Smith, Stephen C., 1991, On the economic rationale for codetermination law, *Journal of Economic Behavior & Organization* 16, 261-281.
- Sockell, D., 1985, Attitudes, behavior, and employee ownership: some preliminary data, *Industrial Relations* 24, 130-138.
- Stein, Jeremy C., 1988, Takeover Threats and Managerial Myopia., *Journal of Political Economy* 96, 61.
- Stiglitz, Joseph, 1975, Incentives, risk and information: Notes toward a theory of hierarchy, *Bell Journal of Economics* 6, 552-579.
- Strauss, A. L., & J. Corbin, 1998, *Basics qualitative research techniques and procedures for developing grounded theory* (Sage, London).
- Stulz, Rene, 1988, Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- Svejnär, Jan, 1980, On the empirical testing of the Nash-Zeuthen bargaining solution, *Industrial and Labor Relations Review* 33, 536-542.
- Svejnär, Jan, 1982, On the theory of a participatory firm, *Journal of Economic Theory* 27, 313-330.
- Thaler, Richard H., 1980, Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization* 39-60.
- Thaler, Richard H., & Shlomo Benartzi, 2004, Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving., *Journal of Political Economy* 112, S164-S187.
- Thiéart, Raymond-Alain, 1999, *Méthodes de recherche en management* (Dunod, Paris).
- Tirole, Jean, 2001, Corporate governance, *Econometrica* 69, 1-35.
- Tirole, Jean, 2006, *The theory of corporate finance* (Princeton University Press, Princeton).
- Trébucq, Stéphane, 2002, L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : un outil de création de valeur ?, *Finance Contrôle Stratégie* 5.
- Tucker, J., S.L. Nock, & D.J. Toscano, 1989, Employee ownership and perceptions of work: the effect of an employee stock ownership plan, *Work and Occupations* 16, 26-42.
- Tversky, Amos, & Daniel Kahneman, 1974, Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, *Science* 185, 1124-1131.
- US/GAO, 1986, Employee stock ownership plans: benefits and costs of ESOP tax incentives for broadening stock ownership, General Accounting Office.

- Vanguard, 2004, How america saves: A report on Vanguard defined contribution plans 2004, The Vanguard Group.
- Vaughan-Whitehead, Daniel, 1992, *Intéressement, participation, actionnariat: impacts économiques dans l'entreprise* (Economica, Paris).
- Viceira, Luis M., 2001, Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income, *Journal of Finance* 56, 433-470.
- Vroom, V. H., 1964, *Work and motivation* (Wiley, New York).
- Wagner, I., & C. Rosen, 1985, Employee ownership : Its effects on corporate performance, *Employment Relations Today* 12.
- Weinstein, Neil D., 1980, Unrealistic optimism about future life events, *Journal of Personality and Social Psychology* 39, 806-820.
- Weiss, Andrew, 1987, Incentives and worker behavior, in Haig R. Nalbantian, ed.: *Incentives, cooperation, and risk sharing* (Rowman & Littlefield, Totowa, NJ).
- Weitzman, M.L., 1984, *The share economy: conquering stagflation* (Harvard University Press, Cambridge, MA and London).
- Weitzman, Martin L., & Douglas L. Kruse, 1990, Profit sharing and productivity, in Alan S. Blinder, ed.: *Paying for productivity: a look at the evidence* (Brookings Institution, Washington, D.C.).
- Whyte, W. F., 1955, *Money and motivation: an analysis of incentives in industry* (Harper & Row, New York).
- Williamson, Oliver E., 1975, *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications* (The Free Press, New York).
- Williamson, Oliver E., 1985, *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting* (The Free Press, New York).
- Williamson, Oliver E., 1988, Corporate finance and corporate governance, *Journal of Finance* 43, 567.
- Young, Karen M., 1991, Theory O: The ownership theory of management, in Corey M. Rosen, et Karen M. Young, eds.: *Understanding employee ownership* (Ithaca, New York).
- Zingales, Luigi, 1998, Corporate governance, in P. Newman, ed.: *The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law* (Stockton Press, London).
- Zingales, Luigi, 2000, In search of new foundations, *Journal of Finance* 55, 1623-1654.

Liste des tableaux

Liste des tableaux

Tableau 1 : Répartition des encours des FCPE par type d'instruments financiers	34
Tableau 2 : Evolution des versements et des rachats dans les FCPE entre 2001 et 2005	35
Tableau 3 : Typologie des différentes formes d'actionnariat salarié,	69
Tableau 4 : Coût de la détention d'actions de l'entreprise par rapport au portefeuille de marché – la totalité du patrimoine du salarié est investie en actions de l'entreprise (d'après Meulbroek, 2002 ; p. 42).....	104
Tableau 5 : Equivalence entre des investissements en actions de l'entreprise et dans l'indice S&P 500 si la totalité (la moitié) du plan 401(k) est investie en actions de l'entreprise (Poterba, 2003a ; p. 401).....	106
Tableau 6 : Secteurs économiques d'appartenance des entreprises clientes du TCCP	159
Tableau 7 : Données descriptives concernant les salariés interrogés.....	160
Tableau 8 : Grille de codage des données qualitatives Ghiglione, <i>et al.</i> (1980).....	165
Tableau 9 : Catégories de codage, nombre et fréquences de citations des experts	167
Tableau 10 : Fréquences de citations pour la section « ACRS »	169
Tableau 11 : Fréquences de citations pour la catégorie « ACRS »	169
Tableau 12 : Fréquences de citations pour la catégorie « fonds à effet de levier ».....	170
Tableau 13 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements ».....	171
Tableau 14 : Fréquences de citations pour la catégorie « décote sur le cours de l'action »...	171
Tableau 15 : Fréquences de citations pour la catégorie « politique de communication de l'entreprise »	172
Tableau 16 : Fréquences de citations pour la catégorie « facilités de règlement »	172
Tableau 17 : Fréquences de citations pour la section « épargne salariale ».....	174
Tableau 18 : Fréquences de citations pour la catégorie « communication ».....	174
Tableau 19 : Fréquences de citations pour la catégorie « <i>design</i> de l'offre »	175
Tableau 20 : Fréquences de citations pour la catégorie « abondements de l'entreprise »	176
Tableau 21 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements ».....	177
Tableau 22 : Fréquences de citations pour la catégorie « Plan d'Epargne Entreprise »	178
Tableau 23 : Fréquences de citations pour la catégorie « autres composantes de l'épargne salariale »	179
Tableau 24 : Fréquences de citations pour la catégorie « arbitrages dans le PEE »	179
Tableau 25 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques de l'entreprise ».....	181
Tableau 26 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques de l'entreprise »..	181
Tableau 27 : Fréquences de citations pour la catégorie « gouvernance »	182
Tableau 28 : Fréquences de citations pour la catégorie « perspectives de plus-value »	183
Tableau 29 : Fréquences de citations pour la catégorie « risque de l'entreprise ».....	184
Tableau 30 : Fréquences de citations pour la catégorie « organisation de l'entreprise ».....	184
Tableau 31 : Fréquences de citations pour la catégorie « contexte de l'entreprise »	185
Tableau 32 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques des salariés ».....	186
Tableau 33 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques des salariés »	186
Tableau 34 : Fréquences de citations pour la catégorie « extrapolation excessive »	187
Tableau 35 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitudes AS et entreprise »	188
Tableau 36 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitude vis-à-vis de la bourse » ...	189
Tableau 37 : Catégories de codage, nombre et fréquences de citations des salariés.....	190
Tableau 38 : Fréquences de citations pour la section « ACRS »	192
Tableau 39 : Fréquences de citations pour la catégorie « ACRS »	192
Tableau 40 : Fréquences de citations pour la catégorie « politique de communication de l'entreprise »	193

Tableau 41 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements ».....	194
Tableau 42 : Fréquences de citations pour la catégorie « décote sur le cours de l'action »...	195
Tableau 43 : Fréquences de citations pour la catégorie « facilités de règlement ».....	195
Tableau 44 : Fréquences de citations pour la section « épargne salariale ».....	196
Tableau 45 : Fréquences de citations pour la catégorie « Plan d'Epargne Entreprise »	197
Tableau 46 : Fréquences de citations pour la catégorie « <i>design</i> de l'offre ».....	197
Tableau 47 : Fréquences de citations pour la catégorie « communication ».....	199
Tableau 48 : Fréquences de citations pour la catégorie « abondements de l'entreprise »	200
Tableau 49 : Fréquences de citations pour la catégorie « origine des versements ».....	200
Tableau 50 : Fréquences de citations pour la catégorie « autres composantes de l'épargne salariale »	201
Tableau 51 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques des entreprises »	202
Tableau 52 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques générales des entreprises »	202
Tableau 53 : Fréquences de citations pour la catégorie « gouvernance »	204
Tableau 54 : Fréquences de citations pour la catégorie « risque de l'entreprise ».....	205
Tableau 55 : Fréquences de citations pour la section « caractéristiques des salariés ».....	206
Tableau 56 : Fréquences de citations pour la catégorie « caractéristiques des salariés »	206
Tableau 57 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitudes AS et entreprise »	208
Tableau 58 : Fréquences de citations pour la catégorie « stratégie de placements »	209
Tableau 59 : Fréquences de citations pour la catégorie « gains »	210
Tableau 60 : Fréquences de citations pour la catégorie « attitudes et comportements »	211
Tableau 61 : Hypothèses de recherche testées	236
Tableau 62 : Statistiques descriptives : Variable dépendante – participation à l'ACRS	241
Tableau 63 : Statistiques descriptives : Variable dépendante – montant souscrit à l'ACRS	241
Tableau 64 : Statistiques descriptives : Variable dépendante – proportion du portefeuille d'épargne salariale	242
Tableau 65 : Statistiques descriptives – variables indépendantes métriques	243
Tableau 66 : Statistiques descriptives – connaissances financières	245
Tableau 67 : Statistiques descriptives – Présence aux opérations précédentes.....	245
Tableau 68 : Statistiques descriptives – participation à l'offre à effet de levier	246
Tableau 69 : Statistiques descriptives – statut marital	246
Tableau 70 : Statistiques descriptives – sexe	246
Tableau 71 : Valeurs manquantes – fréquence d'apparition par variable (<i>listwise</i>)	248
Tableau 72 : Valeurs manquantes – fréquence d'apparition par observation	248
Tableau 73 : Valeurs manquantes – test MCAR de Little.....	248
Tableau 74 : Valeurs manquantes – corrélations entre les valeurs manquantes	249
Tableau 75 : Valeurs manquantes – statistiques descriptives après imputation par la méthode EM.....	249
Tableau 76 : Valeurs extrêmes – Nombre d'observations caractérisées par $D^2/ddl > 4$	250
Tableau 77 : Valeurs extrêmes – statistiques descriptives des variables après exclusion des valeurs extrêmes.....	251
Tableau 78 : Transformation des variables – AGE	252
Tableau 79 : Transformation des variables – ANC.....	253
Tableau 80 : Transformation des variables – DES.....	253
Tableau 81 : Transformation des variables – ES.....	253
Tableau 82 : Transformation des variables – ES2010.....	253
Tableau 83 : Transformation des variables – LEV	254
Tableau 84 : Transformation des variables – RFA	254
Tableau 85 : Transformation des variables – TOTALAS	254

Tableau 86 : Transformation des variables – TOTALAK	255
Tableau 87 : Hypothèses de recherche et mesure des variables.....	261
Tableau 88 : Matrice des corrélations entre les variables métriques.....	266
Tableau 89 : Résultats des régressions logistiques – Variable dépendante : participation=1 ; non participation=0 (erreurs standards des estimateurs entre parenthèses).....	274
Tableau 90 : Résultats de la régression logistique pour la variable (ANC2)	279
Tableau 91 : Facteurs d'inflation de la variance – VD : rac_TOTALAK.....	281
Tableau 92 : Résultats des régressions MCO – Variable dépendante : rac_TOTALAK (erreurs standards des estimateurs entre parenthèses).....	282
Tableau 93 : Statistiques descriptives – VD : rac_TOTALAK – VI : MAR	286
Tableau 94 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : MAR	287
Tableau 95 : Analyse de la variance – VD : TOTALAK – VI : MAR	287
Tableau 96 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : rac_TOTALAK – VI : MAR ..	288
Tableau 97 : Statistiques descriptives – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2.....	288
Tableau 98 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2	289
Tableau 99 : Analyse de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2	289
Tableau 100 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2	290
Tableau 101 : Contrastes entre les modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2.....	290
Tableau 102 : Statistiques descriptives – VD : rac_TOTALAK – VI : LEV2.....	291
Tableau 103 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : LEV2.....	292
Tableau 104 : Analyse de la variance – VD : rac_TOTALAK – VI : LEV2.....	292
Tableau 105 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : rac_TOTALAK – VI : LEV2	292
Tableau 106 : Facteurs d'inflation de la variance – VD : %AS2.....	294
Tableau 107 : Résultats des régressions MCO – Variable dépendante : %AS2 (erreurs standards des estimateurs entre parenthèses).....	295
Tableau 108 : Statistiques descriptives – VD : %AS2 – VI : MAR.....	299
Tableau 109 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : %AS2 – VI : MAR	299
Tableau 110 : Analyse de la variance – VD : %AS2 – VI : MAR.....	300
Tableau 111 : Statistiques descriptives – VD : %AS2 – VI : ANC2	300
Tableau 112 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : %AS2 – VI : ANC2 ...	301
Tableau 113 : Analyse de la variance – VD : %AS2 – VI : ANC2	301
Tableau 114 : Tests robustes d'égalité des moyennes – VD : %AS2 – VI : ANC2	302
Tableau 115 : Contrastes entre les modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2.....	302
Tableau 116 : Statistiques descriptives – VD : %AS2 – VI : LEV2.....	303
Tableau 117 : Test de Levene d'homogénéité de la variance – VD : %AS2 – VI : LEV2....	304
Tableau 118 : Analyse de la variance – VD : %AS2 – VI : LEV2	304
Tableau 119 : Récapitulatif des résultats des analyses quantitatives	305
Tableau 120 : Récapitulatif des tests des hypothèses.....	327

Liste des figures

Liste des figures

Figure 1 : Le fonctionnement des Plans d'Epargne d'Entreprise en France	27
Figure 2 : Répartition des encours des FCPE en 2005	34
Figure 3 : Les modèles explicatifs des effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés	57
Figure 4 : Relations entre les variables dépendantes (Buchko, 1992 ; p. 639). Les flèches en pointillés indiquent des relations négatives, les flèches pleines, des relations positives.	63
Figure 5 : Arbre de Kuhn du jeu	131
Figure 6 : Détermination du niveau d'actionnariat salarié optimal.....	138
Figure 7 : Relation entre c^* et l'aversion relative envers le risque du salarié α	143
Figure 8 : Relation entre c^* et la richesse du dirigeant W_d	143
Figure 9 : Relation entre c^* et la volatilité du marché σ_m	144
Figure 10 : Relation entre c^* et la rentabilité du marché μ_m	145
Figure 11 : Relation entre c^* et la richesse du salarié W_s	145
Figure 12 : Relation entre c^* et le coefficient de corrélation entre l'action de l'entreprise et le portefeuille de marché ρ_{em}	146
Figure 13 : Guide d'entretien avec les experts	162
Figure 14 : Guide d'entretien avec les salariés	162
Figure 15 : Création marginale de sous-catégories et effets de saturation.....	164
Figure 16 : Comparaison des catégories pour la section « ACRS »	212
Figure 17 : Comparaison des catégories pour la section « épargne salariale »	213
Figure 18 : Comparaison des catégories pour la section « caractéristiques des entreprises »	213
Figure 19 : Comparaison des catégories pour la section « caractéristiques des salariés »	214
Figure 20 : Evolution du cours de l'action au cours des quatre années précédant l'opération	237
Figure 21 : Construction de la base de données	239
Figure 22 : Choix des méthodes multivariées (Evrard, <i>et al.</i> , 2000; p. 368)	263
Figure 23 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : MAR	287
Figure 24 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : ANC2	289
Figure 25 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : rac_TOTALAK – VI : LEV2	291
Figure 26 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : %AS2 – VI : MAR	299
Figure 27 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : %AS2 – VI : ANC2	301
Figure 28 : Moyennes et intervalles de confiance des modalités – VD : %AS2 – VI : LEV2	303
Figure 29 : Proportion de participants par âge	318
Figure 30 : Moyenne des souscriptions par âge	318

Annexes

Annexes

ANNEXE 1 Verbatims des analyses de contenu thématiques	364
ANNEXE 2 Présentation des hypothèses de recherche formulées	383
ANNEXE 3 Distributions des variables initiales et transformées	385
ANNEXE 4 Analyse des résidus des régressions MCO	400
ANEXE 5 ANOVA – VD : TOTALAK, VI : TOTALAS2	401
ANNEXE 6 ANOVA – VD : LEV, VI : ACT	401

ANNEXE 1

Verbatims des analyses de contenu thématiques

Dans cette annexe, nous illustrons les catégories et sous-catégories de codage par des exemples de citations des gérants d'épargne salariale et des salariés d'entreprises proposant des formules d'actionnariat salarié. La hiérarchisation suit la logique des sections et sous-sections du chapitre correspondant.

2.1. Entretiens avec les experts

2.1.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS

2.1.1.1. Les caractéristiques générales des augmentations de capital

Augmentation de capital

« Dans une augmentation comme ça, on est plus encadrés. Donc l'augmentation de capital au sein de l'entreprise, je pense que c'est facilitateur. C'est organisé, structuré, on va vers le salarié. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 8]

Date

« Par exemple, si vous avez un versement de participation en avril, l'intéressement quelques mois après et vous faites une augmentation de capital pendant l'été, très souvent l'entreprise donne la possibilité aux salariés de souscrire par arbitrage, c'est-à-dire d'utiliser les sommes reçues tout récemment ce qui fait que pour le salarié c'est pas coûteux. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 11]

Fréquence

« Avec Vinci, il y a une augmentation de capital tous les quadrimestres. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 9]

Taux de participation

« Mais une opération qui marche vraiment bien, généralement, c'est 50% des salariés qui participent. Il y a eu des taux de souscription supérieurs pour des introductions en bourse. En moyenne, je connais pas les chiffres. Je sais pas s'il y a eu des études là dessus mais en moyenne sur les taux de souscription, on doit être entre 1/3 et 50% des salariés qui participent aux opérations. Ça serait intéressant d'avoir la proportion. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 1]

Complexe

« Nous, il y a deux ans il y a eu une opération qui a été mal vendue. Elle a été peu souscrite. Et beaucoup de gens n'y comprenaient rien. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

Abondement

« Très souvent les opérations sont abondées par l'entreprise. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

2.1.1.2. Les fonds à effet de levier

Garantie

« Mais même en actionnariat salarié, l'aspect sécurisation du placement existe puisque bien souvent les entreprises proposent des fonds qui offrent des garanties, les fonds structurés ont très souvent des garanties, ce sont des fonds à effet de levier qui souvent offrent la garantie de retrouver son apport personnel à l'échéance des 5 ans. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

Fonds à effet de levier

« Il existe aussi des fonds à effet de levier. Le plus souvent, ça consiste à ce que le salarié investisse 1/10 et qu'un crédit de 9/10 de la somme restante. On met 1 et on nous prête 9. Si il y a une chute du cours de l'action de l'entreprise, on garantit de récupérer au moins les 1/10 de l'investissement initial. Ça permet de limiter considérablement le risque pris par les salariés. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 1]

Complexité

« Comme c'est difficile à expliquer, les gens qui souscrivent à ça achètent plutôt de la communication plutôt que de la finance au sens strict parce qu'ils comprennent pas le mécanisme financier. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

Coût

« Les effets de levier oui. Maintenant les entreprises hésitent à en mettre en place parce que ça a quand même un certain coût. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 7]

Caractéristiques des salariés

« Souvent, les gens qui n'arrivent pas à appréhender ce risque et qui ont du mal avec ça se tournent plus facilement vers des formules à effet de levier. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

2.1.1.3. L'origine des versements

Augmentation de capital

« De donner l'autorisation de le faire est aussi un moyen incitatif parce que les gens reçoivent leur participation et le fait de le mettre dans l'augmentation de capital, pour eux c'est pas un déboursement d'argent supplémentaire en fait. Ils peuvent se dire, tiens je reçois ça alors plutôt que de le mettre dans un fonds classique, autant en plus aller prendre la décote. Ils ont pas l'impression d'investir. Puisque leur participation est bloquée cinq ans de tout façon. Soit vous vous dites, je bloque cinq ans sur un fonds sécuritaire ou en CCB ou autre, soit vous vous dites, je la mets dans l'augmentation de capital, je prends les 20% de décote. Ils ont pas l'impression de faire un effort financier supplémentaire. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 11]

2.1.1.4. La décote sur le cours de l'action

Décote

« Tout le monde n'a pas les mêmes motivations. (...) Il y en a c'est clairement uniquement la décote. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 2]

20%

« Et c'est vrai que l'on a tendance à penser que les 20% de décote sont quand même bon à prendre.. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

2.1.1.5. La politique de communication de l'entreprise

Communication

« Pour les augmentations de capital, la communication est préparée six mois à l'avance. Il faut informer les salariés qu'ils peuvent acheter des actions de leur entreprise, qu'ils peuvent obtenir une décote sur le prix de l'action. Les documents de communication sont très importants. Il faut définir le périmètre des personnes concernées. Ce périmètre n'est pas toujours facile à établir pour un groupe. Pour des entreprises multinationales, il faut tenir compte de différents systèmes juridiques. Le document de communication destiné aux salariés va être tout à fait différent en fonction du contexte. Il y a des dispositions juridiques et des choses à mentionner sur les documents. Les équipes du marketing, de la DRH travaillent ensemble. Ce sont des documents sur lequel ils passent beaucoup de temps pour choisir les mots les plus appropriés. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

2.1.1.6. Les facilités de règlement

Facilités de règlement

« Oui, c'est vrai que j'en ai pas du tout parlé de ces facilités et ces financements qui sont proposés par l'entreprise ou par l'Etat dans le cadre des opérations de privatisation. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 11]

Augmentation de capital

« C'est vrai que ça peut inciter aussi, c'est un élément incitatif à la participation aux opérations d'actionnariat des salariés. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

Prélèvement

« C'est un plus si l'entreprise propose des prélèvements mensuels, de faire des prélèvements mensuels sur trois ans, non c'est sur deux ans, 24 mois, c'est un plus. C'est aussi un incitateur à aller sur l'opération. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 8]

Banque/Crédit

« Une banque partenaire peut accorder des crédits à des taux intéressants. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

2.1.2. Le cadre de l'épargne salariale en France

2.1.2.1. La communication

Moyens

« [Le TCCP] participe un peu à la communication dans le cadre de l'envoi des relevés annuels. On joint un feuillet expliquant la prime d'intéressement. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 3]

Inter-salariés

« Tous les indécis, en fonction de ce que font les collègues, j'y vais, j'y vais pas, j'y vais plus ou moins. Ça aussi fait partie de la communication mais c'est de la communication informelle mais ça on peut pas l'évaluer. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 11]

Interne

« Mais la communication est surtout réalisée en interne et nous ne savons pas toujours comment elle a été menée. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 2]

AMF

« S'agissant de la communication salarié, on peut la faire comme on veut mais en ce moment c'est pas très clair parce que l'AMF depuis peu de temps demande à voir la communication salarié dans le dossier d'agrément des fonds. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Budget

« L'entreprise peut aussi investir dans le budget de communication. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 13]

Cabinet de conseil

« [Le cabinet de conseil] intervient en tant que conseil dans le cadre de la mise en œuvre de la politique de communication. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

Pas sur les FCPE diversifiés

« Par exemple [l'entreprise X] et [l'entreprise Y] ne veulent pas favoriser les FME. Ils communiquent seulement sur les Fonds d'AS. Ils se comportent comme si ces fonds n'existaient pas. Ils les ont mis en place seulement parce qu'il y a eu une obligation légale de le faire. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

TCCP

« Maintenant le seul arrêté papier c'est celui du 31 décembre, celui qui est arrêté au 30 juin, c'est du relevé électronique, c'est de l'internet. Le salarié va se connecter avec ses codes puisque tout est sécurisé. Ça c'est la tendance, on le propose à d'autres, c'est la nouvelle communication. Il faut ensuite s'assurer que tout le monde soit bien touché. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 3]

2.1.2.2. Le design de l'offre

Nombre de fonds

« C'est vrai que trop de choix tue le choix. On sait pas quoi choisir. Déjà nous on en avait beaucoup cette année. 10 fonds. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 9]

Choix de l'entreprise

« Les entreprises peuvent demander des fonds experts ou des fonds profilés. Elles peuvent demander que les fonds soient investis dans certaines catégories d'actifs ou sur certaines zones, des actions américaines par exemple ou des classes d'actifs comme 1/3 d'actions, 1/3 d'obligations. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

FCPE Actionnariat salarié

« Pour [l'entreprise X], il y a des 3 ou 4 FME et un fonds d'actionnariat salarié. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

Choix par défaut

« Ça existe dans plusieurs dispositifs en France où il y a des choix par défaut et on prévoit souvent, dans les PEE il y a maintenant des options de pilotage. Si le salarié ne donne pas les paramètres, on va décider par défaut qu'il est prudent, qu'il a plutôt une vision de départ à la retraite à 60 ans qu'à 65 parce que c'est là que l'on minimise le risque. On est aussi dans des logiques de choix par défaut en épargne salariale. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

FCPE Diversifié

« Après, il y a [le fonds X] qui est composé de 50% d'actions européennes et 50% d'obligations. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 13]

Surcharge de choix

« Je considère que quand il y a beaucoup de fonds, ça remplit pas son objectif, le salarié est plus perdu qu'autre chose. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 9]

Actifs FCPE

« Ils ont un fonds diversifié mais qui est majoritairement investi en obligations, c'est 80% obligations et 20% actions. Puis le reste, c'est de l'actionnariat d'entreprise. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 11]

2.1.2.3. Les abondements de l'entreprise

Abondement

« Là, l'épargne salariale est beaucoup plus orientée vers l'action de l'entreprise parce que c'est abondé. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Fonds d'actionnariat salarié

« Certaines entreprises veulent vraiment s'orienter vers l'actionnariat salarié. Elles n'abondent que les fonds d'actionnariat. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

Politique d'abondement

« Les salariés sont plus incités à acheter des actions de leur entreprise si il y a une politique d'abondement. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

Intéressement

« Non, à part ça, il y a un autre fonds qui s'appelle l'[entreprise X] intéressement où les salariés peuvent placer uniquement leur intéressement qui est versé au 30 juin et qui est abondé à 25%. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 13]

Abondement hors actionnariat salarié

« D'autres entreprises peuvent décider de verser un abondement sans considération du type de fonds dans lequel le salarié investit, des fonds monétaires ou des Fonds Multi Entreprises. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

Abondement actionnariat salarié 100%

« Les gens placent là dedans les versements volontaires qui correspondent aux heures, jours travaillés. Quelqu'un ne prend pas les congés mais investit dans ce fonds. Dans ce cas là, l'abondement est de 100% de valeur nette placée moins CSG et CRDS évidemment. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 13]

Saturation de l'abondement

« Le fait qu'il y ait en plus un abondement permettait de faire ressortir à concurrence du montant abondé. 10000 euros de montant pour l'opération 2004, on pouvait parler d'un prix de revient à concurrence de 10000 euros qui était très bas, de l'ordre de 10 euros lorsque l'action était à 25. Les gens y sont allés et ont saturés cette tranche là sans aller au delà. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

Tous les FCPE

« La politique du groupe est d'abonder tous les FCPE qu'ils soient d'actionnariat salarié ou multi entreprises. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

2.1.2.4. L'origine des versements

Participation

« (...) ils vont placer de l'argent qui n'est pas l'argent personnel mais qui est l'argent des flux de participation qui, de toute façon, sont des flux qui sont nécessairement bloqués pendant cinq ans et qui vont s'orienter en fonction des divers supports qui sont proposés mais qui peuvent s'orienter vers l'actionnariat salarié. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

Intéressement

« Il y a l'intéressement lorsque les salariés sont largement imposables et qu'ils veulent échapper à l'impôt sur leur prime d'intéressement. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Compte Epargne Temps

« Le choix qui leur est donné, c'est lorsque les congés sont capitalisés, ils peuvent soit les prendre, soit les verser dans le PEE ou dans le compte épargne temps... »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

Versements volontaires

« Je connais peu de salariés qui font des versements volontaires sans avoir le bénéfice de l'abondement ou de la décote propre à l'actionnariat salarié ou l'abondement en dehors de l'actionnariat salarié. En dehors de la défiscalisation de l'intéressement, de l'abondement et de la décote je connais pas beaucoup de gens qui font des versements volontaires dans des plans d'épargne alors qu'ils versent dans leur PEA ou des contrats d'assurance vie sans aucun avantage externe. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

2.1.2.5. Le Plan d'Epargne Entreprise

Garantie du capital

« Seulement ceux- là et uniquement le capital versé est garanti et pas l'abondement. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 1]

PEE

« Le PEE est en concurrence avec d'autres produits bancaires en particulier le PEA. C'est vrai que le PEE a souffert d'un manque de publicité. Beaucoup de gens ignoraient ces dispositifs même au sein de leur entreprise et n'en profitaient pas. Maintenant c'est largement vulgarisé je pense. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 7]

Fiscalité

« L'intérêt fiscal du produit joue, plus vous avez d'argent et plus vous êtes fiscalisés donc plus les produits à forte défiscalisation vous intéressent. »

[ENTRETIEN EXPERT N°]

Origine

« Lorsque la participation s'investit dans les plans d'épargne, par la force des choses la participation aboutit dans le PEE. Quand la participation ne s'investit pas dans le PEE, parfois, il n'y a pas grand chose dans le plan d'épargne. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

2.1.2.6. Les autres composantes de l'épargne salariale

PERCO

« En fait, le PERCO a été mis en place pour offrir une diversification aux salariés. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 2]

Compte Courant Bloqué

« Voilà, dans le cadre du placement de la participation. Dans la participation, il y a le choix entre plusieurs fonds, d'abord il y a le CCB ou le rendement est garanti et les intérêts sont payés par la société. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

2.1.2.7. Les arbitrages au sein du Plan d'Epargne Entreprise

Augmentation de capital

« Là, on interdisait d'aller chercher la décote et l'abondement dans le cadre des augmentations de capital et de rebasculer derrière sur un fonds monétaire ou bien sur le fonds du PEE. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

Blocage en FCPE d'actionnariat salarié

« Pas tous les clients le font mais pour certains dossiers, il y a des arbitrages possibles dans un sens mais pas dans l'autre. Forcément ça cloisonne un peu l'actionnariat, enfin ça cloisonne, à l'entrée il y a une incitation pour l'actionnariat avec l'abondement et derrière il y a un blocage. Si, le salarié peut sortir avec un déblocage anticipé. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

Abondement

« Là, on interdisait d'aller chercher la décote et l'abondement dans le cadre des augmentations de capital et de rebasculer derrière sur un fonds monétaire ou bien sur le fonds du PEE qui avait un abondement qui était 3 fois

supérieur par rapport aux fonds diversifiés. C'est la seule raison : quand vous mettez une incitation à aller dans le fonds d'actionnariat salarié. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

2.1.3. Les caractéristiques des entreprises

2.1.3.1. Les caractéristiques générales des entreprises

Taille

« J'ai l'impression qu'on est très proche dans des petites boîtes et dans des boîtes qui sont en fort développement. La taille et les enjeux sont tels que chaque collaborateur est au cœur des projets. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 3]

Information

« Selon les entreprises clientes, l'information est plus ou moins diffusée. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Politique actionnariat salarié

« Comme quoi, ça dépend aussi beaucoup de la politique de l'entreprise, l'incitation aussi de l'entreprise, le versement en actionnariat salarié, l'entreprise est aussi très largement le moteur. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

Association d'actionnaires salariés

« Cette association a joué ce rôle en disant : on est un vrai contrepouvoir, on peut avoir notre mot à dire dans un contexte d'OPA. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 11]

Caractéristiques de l'entreprise

« Ça dépend des caractéristiques de l'entreprise. Si on prend l'exemple de [l'entreprise X], avec l'historique de son cours, les salariés sont pas vraiment motivés à acheter des actions de l'entreprise. Ils ont peur que le cours baisse à nouveau. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 7]

Rôle des syndicats

« Ensuite, il y a de petites entreprises où l'offre de fonds est plus ou moins orientée par les syndicats qui préfèrent que les salariés optent pour des produits diversifiés. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Politique d'abondement

« Par contre les versements volontaires sont un peu plus importants de mémoire mais ça dépend complètement de la politique d'abondement de l'entreprise. Au sein du groupe, je suis la société [X] par exemple. Il y a une politique d'abondement et de versements volontaires qui fait que les gens versent beaucoup par contre tous les mois. Donc, ça dépend aussi beaucoup de la politique de l'entreprise. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 11]

Caractéristiques nationales

« Etre investi sur un support susceptible de connaître une volatilité plus forte est plus proche de la culture américaine ou la frontière c'est plutôt la conquête de l'ouest que de la France ou c'est plutôt la conquête du RMI. Il y a un problème culturel en France où on aime bien avoir le beurre, l'argent du beurre, la crème sans en prendre les moyens et sans prendre de risque. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

Histoire

« C'est vrai qu'ils avaient connu une période où ils avaient failli disparaître dans les années 80. Quand on essayait d'en parler cinq ans après c'était trop tôt. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

Ratios de gestion

« Forcément, si ta boîte est pourrie, si les résultats sont pas bons, on peut espérer un rebond mais, c'est l'appât du gain comme principale motivation. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 8]

Secteur

« On sait qu'on est dans le secteur de la banque, on sait qu'on est numéro 1 là dedans, numéro 2 là dedans, numéro 1 là dedans. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

2.1.3.2. La gouvernance

Pourcentage du capital

« Ça peut être un élément, effectivement, ça peut être un élément, j'ai en tête un groupe très clairement. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 9]

Conservation du capital

« Je sais pas quelle est la répartition du capital chez [l'entreprise X] mais clairement la famille [X] a la main appuyée sur les salariés pour conforter leur pouvoir, c'est fondamental. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Stabilité du capital

« Pour certaines entreprises, j'ai assisté à des réunions où les dirigeants avouaient que l'actionnariat salarié leur permettait de se défendre contre des OPA et que ça permettait de garantir la stabilité du capital. C'était une motivation forte pour favoriser l'actionnariat salarié. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

Anti-OPA

« Sauf que c'est bien le FCPE de [l'entreprise X] qui s'est opposé à la fusion avec [l'entreprise Y]. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 18]

2.1.3.3. Les perspectives de plus-value

Plus-value

« C'était pas trop mal pour les salariés qui ont vu leurs avoirs multipliés par 1000. Le prix de part initial qui était de 10 francs était monté à 10000 francs. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 1]

Espoir

« Si tu achètes, c'est que tu penses que ça va monter. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 3]

2.1.3.4. Le risque de l'entreprise

Risque

« Pour [l'entreprise X], on a peu de perspectives de risque à la baisse mais pas non plus à la hausse. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

Risque de l'actionnariat salarié

« Je pense que l'actionnariat salarié a un vrai intérêt pour les salariés mais ce n'est pas un investissement sans risque, il faut le rappeler. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 13]

Volatilité

« L'investissement en actionnariat salarié, ça dépend aussi du risque spécifique de l'entreprise. C'est différent d'investir dans [l'entreprise X] ou [l'entreprise Y]. Je veux dire que le risque n'est quand même pas le même. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

2.1.3.5. Prise en compte de l'actionnariat salarié dans l'organisation de l'entreprise

Représentant épargne salariale ou actionnariat salarié

« Il y a un essor extraordinaire et d'ailleurs on voit que même au niveau des grandes entreprises, il y a 4 ou 5 personnes qui sont dédiées à l'épargne entreprise du groupe. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 3]

Direction financière

« Dès que vous touchez à l'actionnariat, vous avez forcément la direction financière derrière surtout quand il y a des montages à effet de levier. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 8]

2.1.3.6. Le contexte de l'entreprise

Privatisation

« Les sociétés maintenant qui vont s'introduire, [X] et [Y], ils peuvent pas se loupier parce qu'après ça va être médiatisé au delà de leurs salariés. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Entrée en bourse

« Je parle de [l'entreprise X] mais c'est le cas de toutes les entreprises je pense du CAC 40 qui pour la première fois ont ouvert leur capital. Sur les premières introductions, on a eu des forts taux de souscriptions en fait. Ça a toujours très très bien marché. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 2]

2.1.4. Les caractéristiques des salariés

2.1.4.1. Les caractéristiques générales des salariés

Caractéristiques des salariés

« Je pense que les caractéristiques des salariés sont importantes. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 7]

Connaissance financière

« Ils ont pas forcément une connaissance des marchés financiers qui est particulièrement importante. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

Patrimoine

« C'est une proportion importante des flux y compris, quand vous en parlez avec des conseillers en gestion de patrimoine, chez des gens qui ont parfaitement les moyens de prendre des risques. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 9]

Salaire

« A mon avis, il aurait pu se dire à niveau de rémunération identique un type du privé, je peux plus investir sur du risqué parce que j'ai moins de chances de perdre ma gâche. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

Caractéristiques nationales

« Moi je pense qu'en France il y a quand même le facteur psychologique (...). C'est vrai que j'ai cette impression qu'en France on adhère bien à ce projet. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 9]

Cadre

« Les cadres souscrivent beaucoup plus quand même. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 13]

Métier

« Ce qui est intéressant c'est de dire, vous madame, vous travaillez en RH, qu'est ce que vous pensez vous voyez le risque comment. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

Besoins

« Mais après ça dépend des besoins de chacun à un instant T(...). »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

Hiérarchie

« Dans les souscripteurs, vous allez avoir la catégorie initiée et à forts revenus liée à des activités marchés de capitaux, gestion d'actifs etc. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

Cadre juridique de détention

« L'actionnariat salarié se fait le plus souvent dans le cadre des FCPE. Il peut arriver que les avoirs soient regroupés sur des comptes au nominatif. Les comptes sont des comptes au nominatif dans le cas des entreprises internationales qui souhaitent offrir la possibilité à leurs salariés d'être actionnaires salariés. C'est aussi le cas des très petites entreprises qui n'ont pas les moyens de mettre en place un PEE. Les comptes sont aussi gérés au nominatif. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

2.1.4.2. L'extrapolation excessive

Historique

« L'aspect un peu moutonnier, le fait de prendre le marché en regardant le passé. En 1987, les gens ont acheté parce qu'il y avait eu 50% tous les ans ou presque depuis 1983. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

Achat tendanciel

« Le cours ne cesse d'augmenter et les salariés ont donc envie d'acheter des actions. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 9]

Augmentation de capital

« Dans le cas de [l'entreprise X], la courbe de l'augmentation du cours de l'action fait que chaque augmentation de capital réservée aux salariés amène davantage d'argent à l'entreprise parce que les salariés souscrivent plus. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

Mention

« Pour la rentabilité passée, on mentionne sur les relevés qui sont envoyés aux salariés que la rentabilité passée n'est pas un signal de la rentabilité à venir ».

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

Hausse

« Si la boîte marche bien et que ça se traduit par un cours de bourse qui progresse, on a plus de raisons d'avoir confiance dans sa boîte et d'y investir. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

2.1.4.3. La psychologie des salariés

Confiance

« Après ça dépend de la confiance qu'ils ont envers leur entreprise et le produit phare. Pour ce qui est de [l'entreprise X], la confiance est plus que forte et on le sent via ces opérations. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

Statut d'actionnaire salarié

« Puis il y a le facteur psychologique parce qu'il y a cette impression qu'on détient une partie de notre entreprise, (...). »

[ENTRETIEN EXPERT N° 3]

Attrait pour les gains financiers

« Le fait de souscrire à l'effort collectif, de se sentir pleinement impliqué mais je pense pas que ce soit l'argument majeur. L'argument principal il est financier. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 5]

Anticipation

« (...) on regarde le potentiel de progression de la valeur, les projets. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 12]

Pression du groupe

« Elle est pas organisée mais c'est entre les membres du personnel. On va dire si on est positif qu'il y a une émulation. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 8]

Appartenance

« Certes, il y a l'appartenance à l'entreprise mais je crois que ça fait pas tout le fait de dire que j'achète des actions de mon entreprise parce que je vois comment ça fonctionne (...). »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Implication

« Le facteur psychologique c'est que les salariés ont l'impression d'avoir une partie du capital de leur entreprise donc cette impression d'être impliqués dans le bénéfice qu'une entreprise dégage, (...). »

[ENTRETIEN EXPERT N° 3]

Croyance

« Parce que si on achète c'est qu'on croit au développement de l'entreprise. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 7]

2.1.4.4. Les attitudes et le comportement des salariés

Attitude envers le risque

« Mais le fonds qui fait 2 ou 3 % c'est le fonds sécurisé monétaire. C'est quand on se dit qu'on veut pas jouer à la bourse, qu'on veut être prudent. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 6]

Attitude envers la bourse

« Avec cet événement, les gens ont commencé à se méfier de la bourse. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 14]

Chemin de moindre résistance

« Oui, c'est ça quand les gens répondent pas. C'est quand même une grosse partie des deniers qui vont dans ces fonds là. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 10]

Effort

« Pour acheter, il faut espérer gagner de l'argent mais aussi se dire qu'on va récolter sous cette forme le produit de son travail. »

[ENTRETIEN EXPERT N° 4]

2.2. Entretiens avec les salariés

2.2.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS

2.2.1.1. Les caractéristiques générales des augmentations de capital

Conditions

« Ça serait difficile parce que la première a nécessité toute une procédure parlementaire. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Augmentation de capital

« C'est vrai que l'augmentation de capital c'est vraiment une opération particulière. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Fréquence

« Il y a une augmentation de capital tous les deux ans. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Possibilités offertes

« Il était possible d'acheter des actions en direct ou par l'intermédiaire d'un FCP. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Valorisation

« C'est la moyenne des cours des 20 derniers jours de bourse. Ils te sortent le cours et la moyenne c'est facile. Elle fait 20, 21, 22 divisé par 3 moins 20%. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Jugement réussite

« Mais au final, les deux objectifs ont été atteints puisque la somme totale proposée aux salariés a été atteinte. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Modalités de paiement

« Ils nous placent l'argent sur un système de SICAV monétaire. Donc, on a les deux inscriptions au niveau de nos comptes rendus ; l'inscription au niveau des FCP et de ce qui est placé sur les sicav monétaires. Et ensuite, lorsqu'il y a une augmentation de capital, ils nous proposent donc de directement passer cet argent en FCP ou alors de le garder au niveau des sicav voire de rajouter en plus un peu d'argent pour prendre des actions dans le cadre de l'augmentation de capital. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Actions gratuites

« Il a eu des actions gratuites. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Prix d'achat

« Si elle a une vie, un rendement aussi important en 2006 qu'elle a eu en 2005, tu peux avoir une action qui vaut 33 ou 34 euros alors que tu l'as payée 13. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

2.2.1.2. La politique de communication de l'entreprise

Jugement qualité

« Et on a vu que la communication a été très bien faite pour ménager les salariés. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Communication

« Ça a été un vaste déploiement de la communication. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

DRH

« Donc on a eu une plaquette avec explications qui est passée par la DRH. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Entre les salariés

« C'est pour ça que la communication s'était faite à l'époque envers ces nouveaux salariés dont je fais partie. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Intranet

« C'est vrai qu'on est informé par intranet. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Relais

« Les équipes relais assuraient la communication pour le projet au niveau local. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Hiérarchie

« Dans la période qui a précédé l'ouverture du capital, il y a eu une certaine pression de la hiérarchie. Je l'ai vu en particulier pour un cadre RH. C'était vraiment de la pression sur un individu. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

E-mails

« Quand ils ont parlé de ça, il y a eu des mails. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Contexte

« Il y a de la communication quand ils ont besoin d'argent. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

2.2.1.3. L'origine des versements

Versements volontaires

« Ils nous proposent donc de directement passer cet argent en FCP ou alors de le garder au niveau des sicav, voire de rajouter en plus un peu d'argent pour prendre des actions dans le cadre de l'augmentation de capital. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Participation

« D'un côté quand l'augmentation de capital va être décidée, on va avoir la possibilité de répondre à cette augmentation de capital avec l'argent versé sur une sicav monétaire en attente en fait résultant de la participation. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Intéressement

« Et là en 2005, ils font une augmentation de capital avec l'autorisation de mettre ta RSP et ton intéressement là dedans. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Dividendes

« Si il y a une augmentation de capital, c'est mon dividende que je vais réinvestir. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

2.2.1.4. La décote sur le cours de l'action

Décote

« Il y a une décote mais comme l'action reste au sein de l'entreprise, on va dire qu'il y a un petit prix d'appel. Je crois que c'était 10%. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Compensation si chute

« Déjà on gagne 20% même s'il ne se passe rien. Avant de perdre tes 20%, il y a de la marge et il faut vraiment qu'elle se casse la gueule. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

2.2.1.5. Les facilités de règlement

Crédit

« On nous permettait de faire un petit crédit à un taux intéressant justement pour cette opération. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Prélèvement mensuel

« Ils proposaient de placer tous les mois sur un compte non rémunéré. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

2.2.2. Le cadre de l'épargne salariale en France

2.2.2.1. Le Plan d'Epargne Entreprise

Déblocage

« C'est important que l'on puisse débloquer ton argent avec des cas. C'est quand même bien. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Fiscalité

« Il y a l'aspect fiscal qui est intéressant, l'aspect fiscal n'est pas neutre. Parce ce que c'est défiscalisé. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Blocage

« Tout investissement est bloqué pendant cinq ans. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Par rapport aux autres placements

« L'avantage de la banque c'est que tu es maître de ton placement. Même dans un PEA à la banque, même si c'est bloqué pendant 5 ans, tu es maître de ce qui a dedans. Tout reste toujours dans le PEA mais tu peux faire ce que tu veux. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Frais de gestion

« Oui c'est vrai qu'avec un PEA vous avez des frais de transaction et des frais de garde et des choses comme ça. Là, il est vrai qu'on n'a pas de frais, donc c'est vrai que c'est un autre avantage du PEE. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

PEE

« C'est comme pour le PEE, au départ la CGT était opposée mais à force ils se sont convertis et ils se rendent à l'évidence que ça procure des avantages aux salariés. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Origine

« Sur le PEE, je peux mettre 25% de mon salaire brut annuel donc c'est pas mal. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

2.2.2.2. Le design de l'offre

Actifs

« Effectivement il y a l'action et il y a différents types de placements qui nous sont proposés. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Nombre

« J'avais deux types de fonds. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

Nom

« Ils en ont créé: [X], [Y] équilibre etc. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Arbitrage

« Il y a un blocage que sur certaines actions. Celles qui ont été achetées dans le cadre des FCPE. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Pilotage

« Ils proposent de gérer automatiquement le fonds commun. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

CCB

« Après t'as un fonds bloqué... »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Actionnariat salarié hors PEE

« Le PEE c'est du long terme. Ça [les actions de l'entreprise] je le sors quand je veux, demain je peux le faire. Alors que là, je peux pas. Le PEE je peux pas. Ce qui fait que maintenant j'ai un PEE, j'ai des actions de l'entreprise via ma boîte et après j'ai la banque où j'ai un PEA, où j'ai un compte titre. Bon le compte titre pour avoir des actions et le PEA pour avoir des FCP. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Choix AS par défaut

« Si on ne dit rien, c'est systématiquement bloqué dans [FCPE X]. Si tu réponds pas, si on coche pas, ça va systématiquement dans [FCPE X]. Par défaut dans [FCPE X]. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

2.2.2.3. La communication

Relevé

« On reçoit un papier comme quoi on a un nom, un code et un mot de passe et on peut voir l'évolution. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 8]

Inter-salariés

« En fait le plus rapide c'est qu'on demande aux collègues, aux plus anciens. Ils nous disent moi j'ai placé sur ça, tu vois depuis tant ça fait ça. Bon ben finalement on va prendre ça... »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Jugement qualité

« Je pense qu'il y a quand même un manque d'informations. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Intranet

« Les brochures, je peux les trouver sur intranet. On a toute sorte d'explications là dessus. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 8]

Communication

« Je suis en train de réfléchir parce qu'ils sont en train de réfléchir et de changer toute leur phase de communication. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Supports

« Oui, il y a des fiches d'information pour chaque support. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Hiérarchie

Si, le directeur, la représentante de [FCPE X], ils viennent nous parler. Ils nous conseillent toujours de mettre dans l'entreprise.

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Manque de communication

« On n'a pas de communication directe des gens qui gèrent le FCPE. En fait ils ne communiquent pas beaucoup sur l'actionnariat salarié. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

2.2.2.4. Les abondements de l'entreprise

Pourcentage

« Ceux qui avaient versé leur intéressement dans le PEE avaient un abondement de 100% pour 1000 euros épargnés. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Abondement

« Généralement on regarde où il y a de l'abondement parce que l'abondement c'est quand même la partie qui rapporte le plus, la plus intéressante. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 8]

Augmentation de capital

« C'est comme si on avait bénéficié d'un double abondement pour investir dans l'ouverture du capital. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Intéressement

« C'est-à-dire qu'on reçoit un intéressement ; on peut l'avoir directement mais on peut aussi le placer. Si on le place c'est là où l'entreprise nous abonde. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Saturation

« Tout ce que je peux placer je vais le placer là au maximum. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

Plafonnement

« L'abondement qu'ils devaient te reverser était plafonné à 700 euros. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

2.2.2.5. L'origine des versements

Intéressement

« On nous donne une somme d'argent qu'on peut utiliser pour faire ce qu'on veut ou alors placer au sein de l'entreprise. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 8]

Participation

« Ce qu'ils nous proposent, quand il y en avait, quand il y a des participations qui nous sont versées sur les bénéfices de l'entreprise, c'est assez rare ces temps-ci. Ils nous proposent systématiquement de les mettre sur le FCP. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Argent de l'entreprise

« Mais en contrepartie, on peut pas dire qu'on perd de l'argent à partir du moment où on a rien investi à proprement parler. C'est eux qui nous le donnent. »

Somme en excédent
« *C'est de l'argent qui tombe gracieusement. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 6]

On ne le voit pas
« *C'est de l'argent qui est placé et qu'on voit jamais. Donc c'est de l'argent qu'on récupérera un jour ou l'autre. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 8]

Retrait de l'intéressement
« *Tu le reçois sous forme financière ou liquide mais là ça rentre dans tes revenus et tu paies des impôts. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 2]
[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

2.2.2.6. Les autres composantes de l'épargne salariale

Intéressement et participation
« *Quand on faisait des bénéfices on avait le droit à un intéressement supérieur mais ça c'était directement versé sur le compte et pas du tout dans le cadre du PEE. Ça ça arrive au mois d'avril. En avril ils proposent ça. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Retraite
« *Oui, on a une retraite complémentaire. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 8]

CET
« *Mais si on dépasse cette plage il y a la possibilité de verser dans un CET dans lequel on peut stocker sous différentes conditions des jours. On peut se faire rembourser ces jours sous certaines conditions mais on peut aussi les cumuler et ils te permettront de partir à la retraite quelques jours en avance. C'est en train de se mettre en place. Il y a des aménagements suivant le personnel. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 7]

2.2.3. Les caractéristiques des entreprises

2.2.3.1. Caractéristiques générales des entreprises

Motivations de l'entreprise
« *Ça a un intérêt pour le salarié mais pour la société aussi donc chacun y trouve son compte finalement. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Rôle des syndicats
« *Il y a des associations qui sont des émanations des syndicats. La CGC et la CFDT je crois ont eu cette démarche. Des membres de la CGT ont créé une association d'actionnaires salariés mais la CGT refuse de la reconnaître même si certains y ont adhéré. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Stratégie
« *Il y a une grosse restructuration qui est en cours. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Secteur
« *Je pense qu'il y a un rôle vital de ce secteur à notre époque. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Evolutions de la valeur
« *Le plus alléchant, c'était lors de l'achat initial puisque les actions ont été multipliées par 20. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Performances et ratios de gestion
« *On va dire qu'il y a entre 2 et 5 % chaque année de croissance, ce qui est pas mal. C'est effectivement intéressant. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Histoire
« *C'est une entreprise qui a cent ans, cent un ans puisqu'elle a été créée en 1905. A la sortie de la guerre, elle a été prise en main par une grande famille. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Pourcentage du capital AS
« *En actionnariat salarié on était à 3,5%-4%, et on est passé à 6% avec l'augmentation de capital. »* [ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Typologie des salariés

« [L'entreprise X] c'est une usine de production donc les salariés sont des techniciens et pas des financiers. Les ingénieurs sont des techniciens avant tout et pas des financiers. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Cotation

« Après c'est une action qui est proposée à tout public puisqu'elle est cotée sur le marché. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Dividendes

« En 2007, je vais toucher 1 euro pour mes actions. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Association d'AS

« Maintenant au travers de l'association de l'actionnariat salarié, il faut s'impliquer bien plus pour permettre aux autres d'intégrer ce contexte et les faire changer d'avis sur l'entreprise, sur le capitalisme etc. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Systèmes d'incitation

« Sur l'intéressement, il y a un calcul assez lourd qui est fait pour connaître la valeur de l'intéressement. Il y a des objectifs qui sont donnés dans l'année au niveau de l'entreprise. Si ces objectifs sont atteints, ils permettent de calculer la valeur de l'intéressement. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Rôle du dirigeant

« Il était déjà en place à la direction et a fait grandir le groupe de façon impressionnante. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Stock options

« Mais je ne sais pas du tout qui a des stock options. On l'apprend quand il y a des départs à la retraite où là il y a des gens qui en vendent et qui provoquent les variations des cours plus ou moins importantes. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Répartition du capital

« Après l'Etat, les actionnaires salariés sont le deuxième actionnaire de [l'entreprise X]. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Actualité

« Des rumeurs ou des annonces de mauvais résultats ça a un impact direct sur l'action. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Culture d'entreprise

« Je dirais qu'il y a une culture interne de conserver les salariés. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Plus-value

« Il faudrait le calculer mais ça fait une plus-value assez importante donc ça devrait inciter les gens à participer de plus en plus. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

AS au conseil d'administration

« J'espère que ça va changer et nous espérons tous que la loi va changer parce que pour être dans un conseil d'administration il faut être représentatif du personnel. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Structure

« Les entreprises que j'avais faites avant été intégrées dans un groupe mais l'étaient je dirais au sens appartenance unique. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Turnover

« Certains montent leur entreprise et d'autres sont recrutés par des grands groupes, ce qui fait qu'il y a un turnover... Je parle au niveau de l'encadrement parce que c'est ce qui nous concerne. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

2.2.3.2. Gouvernance

Droits de vote

« Dans ce cas, les salariés ont des droits de vote sur la base d'une action une voix. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Participation aux décisions

« Les dirigeants voulaient empêcher cette réunion et ils voulaient que la déclaration commune soit plus encadrée pendant l'AGO. La déclaration demandait que le dividende soit divisé par deux et que la moitié soit

consacrée à investir dans le projet industriel de l'entreprise. Comme quoi les actionnaires peuvent dire des choses. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Pas de poids

« Donc ce n'est pas le fait d'être actionnaire qui fait que l'on a plus de poids puisque le poids est vraiment hiérarchique. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Gouvernance

« Par contre c'est quand même un pouvoir, des possibilités d'intéressement, non pas financier mais d'investissement humain qui est non négligeable. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

2.2.3.3. Le risque de l'entreprise

Risque de l'entreprise

« Ton entreprise peut couler. Il y a des moments où ça a été difficile. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Risque de l'actionnariat salarié

« Parce que je veux dire s'il est investi ailleurs et que ST on va dire va moins bien donc le cours de l'action diminue tout, c'est plus gênant parce que mon PEE il est protégé mais si mon PEE il est lié avec ma société et que ma société elle périclité et que dans le fait qu'elle périclité moi je me retrouve licencié effectivement j'ai tout perdu, effectivement j'ai tout mis mes œufs dans le même panier t du coup c'est pas ce que j'ai envie de faire. Suite au cours de finance que j'ai suivi là je constate maintenant il faut complètement diversifier, il faut vraiment diversifier à fonds. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Risque du secteur

« Il faut savoir que depuis la guerre les banques n'ont jamais coulé. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

2.2.4. Les caractéristiques des salariés

2.2.4.1. Caractéristiques générales des salariés

Besoins et projets

« On choisit en fonction de ses besoins, de ses projets. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Connaissance et culture financière

« Moi j'ai discuté avec tous mes collègues, Finance on sait pas ce que ça veut dire. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Patrimoine

« Moi c'est vrai que je n'ai pas un patrimoine très important. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Position ou métier

« Je parlais des navigants parce que financièrement ils ont un salaire plus important et financièrement ils ont peut-être acheté des actions à des sommes plus importantes. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Ancienneté

« Ça fait 35 ans que je suis dans la boîte. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Contexte de travail

« J'imagine que ceux qui sont à l'agence et qui ont des fonctions administratives ou de direction doivent en discuter certainement. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Suivi du cours

« Je la suis 3 à 4 fois par jour même plus des fois parce que la possibilité nous est donnée. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Autre emploi

« Je viens d'un établissement concurrent où il y avait la même chose. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

Préférence temporelle

« Mon but quand je place dans des actions c'est de récupérer sur du court ou moyen terme. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Age
« Il y a des négociations pour inciter les quinquagénaires à rester plus longtemps dans l'entreprise. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Systèmes d'incitations
« C'est lié quand même mais c'est vrai aussi que s'ils étaient en agence avec des primes de rendement, je pense qu'ils seraient obligés de s'impliquer plus. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Salaire
« Des salariés peuvent gagner très bien leur vie, d'autres moins bien. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

Convaincre les autres
« C'est difficile de trouver sa place là au milieu et d'inciter les gens à prendre des actions de leur entreprise. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Détention
« Il y avait la possibilité de détenir les actions en direct. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Imposition
« Au plus ça va aller dans la vie de tous les jours et au plus on te demande en imposition et au plus ça ira, au moins les gens voudront payer. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

2.2.4.2. La psychologie des salariés

Sentiment perdant / gagnant
« Exactement, j'ai souscrit à ça parce que je me suis dit que l'action allait monter ; je me suis dit c'est bon, tout bénéfice mais en fin de compte pour l'instant je suis plutôt perdant. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Anticipations
« Je pense que ça va monter. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 8]

Effet incitatif
« L'actionnariat salarié c'est au niveau de l'entreprise alors que la prime de progrès est réellement liée à notre supermarché. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Regret
« Mais je dirais que la grosse opération elle était déjà passée et ça ne me paraissait pas être le plus avantageux. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Convictions
« En ce qui me concerne, j'étais plutôt opposé à l'ouverture du capital de [l'entreprise X]. J'ai participé à la grève et à l'action sociale et à l'opposition au projet de privatisation. Nous souhaitons que l'entreprise reste publique. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Convictions actionnariat salarié
« J'espère qu'il y a beaucoup de gens qui voudraient participer à ces augmentations de capital et faire partie de l'actionnariat salarié. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Affectif
« C'est ton entreprise qui te paye, qui te fait vivre qui te fait travailler. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Intentions de départ / de rester
« Je vais laisser ça de côté en me disant que de toute façon je ne vais pas y rester et je ferai autre chose. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Implication
« Et puis, à partir du moment où tu es impliqué dans l'entreprise, il y a des attitudes que tu prends et que tu ne prendrais pas si tu étais complètement indifférent. »
[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

Opinion sur l'entreprise

« [L'entreprise X] est plutôt gripsous. J'économise un maximum, même au niveau des employés, je paye très peu ou les augmentations sont très faibles. Il faut connaître un peu [l'entreprise X] de l'intérieur pour savoir que l'employeur n'est pas la part la plus importante. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

Statut

« Le salarié et l'actionnaire, le gentil et le méchant. Et là, pour une fois, on avait une chance de mélanger un peu tout ça, de se mettre à la place de l'actionnaire et de voir les choses différemment. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Confiance

« Les gens qui ont confiance dans l'entreprise vont investir et ceux qui n'ont pas confiance vont laisser ça de côté. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 9]

Détachement

« Maintenant, comment dire, je ne me reconnais pas dans l'entreprise. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Regard sur les autres

« Tu as des employés qui sont conscients de ça et d'autres qui n'en sont pas conscients. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Opinion vis-à-vis des conditions

« Les conditions qui sont proposées pour acheter sont quand même intéressantes. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

Intérêt pour la vie de l'entreprise

« Tu n'es plus lié par ton salaire, tu l'es aussi par les actions, par la vie de l'entreprise et notamment ses résultats. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Familiarité

« Je suis quand même bien placé pour savoir que les résultats sont faits pour 5 ans. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Croyance

« Je le vois plutôt comme ça: je crois dans mon entreprise donc je vais investir dans mon entreprise, dans ma boîte. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

Participation à l'entreprise

« Après, il y a autre chose qui a joué en faveur de cet actionnariat là : c'est que ça me permettait de participer à l'entreprise tout simplement. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 2]

Motivation

« C'est vrai que le salarié motivé ça fait progresser l'entreprise. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

2.2.4.3. Stratégie de placements

Transactions et spéculation

« Là il faut être opportuniste. J'ai acheté le 7 juillet et j'ai gagné 5 euros en 5 mois. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Stratégie de placements

« Au départ j'y suis allé relativement progressivement et donc ça représentait pas une somme bien importante et ça me permettait de placer cet argent là dans les actions de l'entreprise. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 6]

Actionnariat salarié

« Tout ce que je peux placer je le vais le placer là au maximum. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 8]

Diversifier

« Si tu groupes tout ton capital sur un même truc, tu peux gagner beaucoup mais tu peux perdre beaucoup donc tu as intérêt au niveau de la bourse à diversifier, à acheter dans d'autres secteurs pétrolier, communication etc. de façon à ce que quand tu perds sur un tu gagnes sur l'autre et a essayé de compenser. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 7]

Hors épargne salariale

« Si il y avait un placement miraculeux, on aurait plus notre codevi, notre PEL, on aurait tout sur un seul produit. »

Demande de conseils
« Donc c'est pour ça que j'ai discuté avec ma banque. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

[ENTRETIEN SALARIE N° 1]

2.2.4.4. Gains

Gains ou pertes réalisées
« Ca fait plus de 100% sur 5 ans. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 5]

Recherche / espoir de gains
« Les gens achètent et espèrent que le groupe va grandir. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 4]

Gains
« C'est intéressant en terme de plus-value. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

2.2.4.5. Attitudes et comportements

Attitude envers le risque
« Mais son choix on le fera à partir du moment où l'on voudra prendre moins de risque. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 10]

Attitude envers la bourse
« Il y a un risque, c'est sûr, puisqu'on est quand même sur le marché de la bourse. »

[ENTRETIEN SALARIE N° 3]

ANNEXE 2

Présentation des hypothèses de recherche formulées

Numérotation	Hypothèses
H.I.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, les attitudes au travail positives des salariés ont un effet positif sur leur investissement en actions de leur entreprise.
H.I.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, la satisfaction à l'égard de l'actionnariat salarié a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.I.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, la volonté d'acquérir le statut d'actionnaire salarié a un effet positif sur l'investissement initial en actions de l'entreprise.
H.I.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, la participation aux décisions perçue par le salarié du fait de l'actionnariat salarié a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.I.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, les gains réalisés issus de l'actionnariat salarié ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.II.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, la possibilité d'exercice direct des droits de vote a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.II.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, le risque de prise de contrôle hostile d'une entreprise a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.II.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, la performance de l'entreprise a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, les salariés optent pour l'actionnariat salarié s'il fait l'objet d'un abondement ou d'une décote .
H.III.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, la loyauté des employés vis-à-vis de leur entreprise a un effet positif sur les investissements en actions de l'entreprise.
H.III.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, le nombre de fonds a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, le patrimoine des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.4.a	Toutes choses étant égales par ailleurs, la concentration du patrimoine en actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, la rémunération des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.6	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être un homme a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.7	Toutes choses étant égales par ailleurs, le fait d' être marié(e) a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.8	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' âge des salariés a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.9	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' ancienneté a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.10	Toutes choses étant égales par ailleurs, la taille de l'entreprise a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.11	Toutes choses étant égales par ailleurs, le secteur d'appartenance de l'entreprise a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.III.12	Toutes choses étant égales par ailleurs, la politique de communication de l'entreprise en matière d'actionnariat salarié a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.IV.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, le niveau de la décote ou de l'abondement versé en actions de l'entreprise a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.IV.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, l' espérance de rentabilité de l'action de l'entreprise a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.

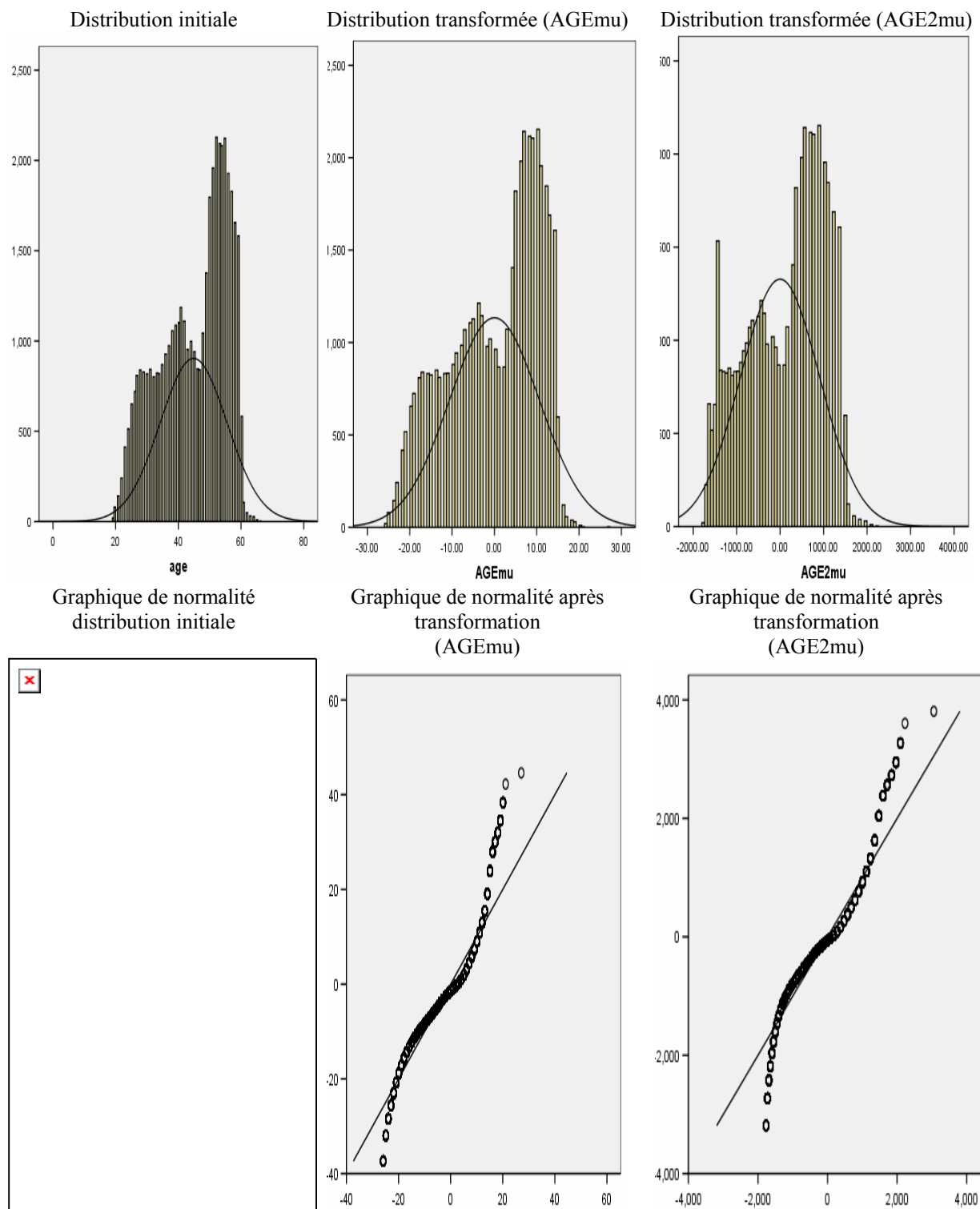
H.IV.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, l'écart type des rentabilités de l'action de l'entreprise a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.IV.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, l'aversion pour le risque a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.1	Toutes choses étant égales par ailleurs, les augmentations de capital réservées aux salariés ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.1.a	Toutes choses étant égales par ailleurs, la fréquence des augmentations de capital réservées aux salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.1.b	Dans le cadre des augmentations de capital réservées aux salariés, toutes choses étant égales par ailleurs, la présence de fonds à effet de levier a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.1.c	Dans le cadre des augmentations de capital réservées aux salariés, toutes choses étant égales par ailleurs, l'octroi de la possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.1.d	Dans le cadre des augmentations de capital réservées aux salariés, toutes choses étant égales par ailleurs, les facilités de règlement ont un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.2	Toutes choses étant égales par ailleurs, l'impossibilité de retirer les fonds précédemment investis dans les FCPE d'actionnariat salarié a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.3	Toutes choses étant égales par ailleurs, le contexte de l'entreprise a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.4	Toutes choses étant égales par ailleurs, la présence de représentants du personnel affiliés à un syndicat représentatif opposé à l'actionnariat salarié a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.5	Toutes choses étant égales par ailleurs, les connaissances financières ont un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.
H.V.6	Toutes choses étant égales par ailleurs, la position hiérarchique a une influence sur l'investissement en actions de l'entreprise.

ANNEXE 3

Distributions des variables initiales et transformées

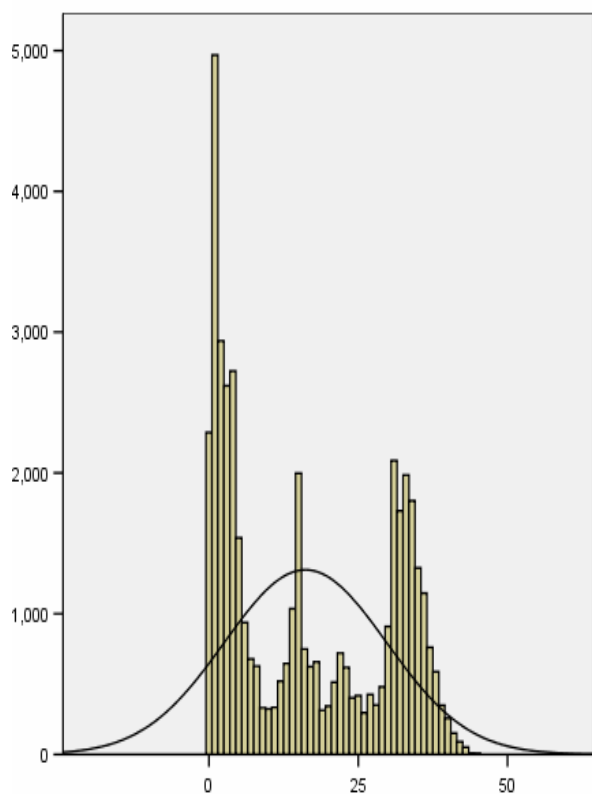
I. Variables indépendantes :

▪ L'âge (AGE)



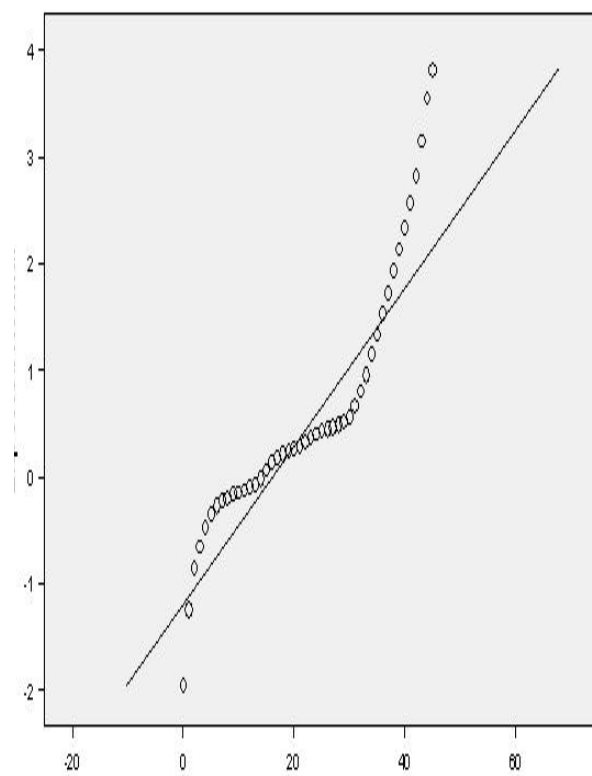
▪ **L'ancienneté (ANC)**

Distribution initiale

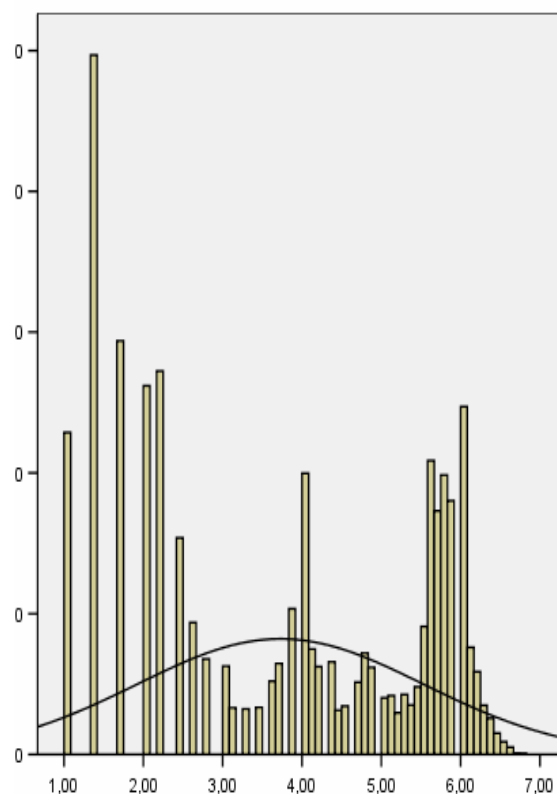


Ancienneté dans le groupe

Graphique de normalité
distribution initiale

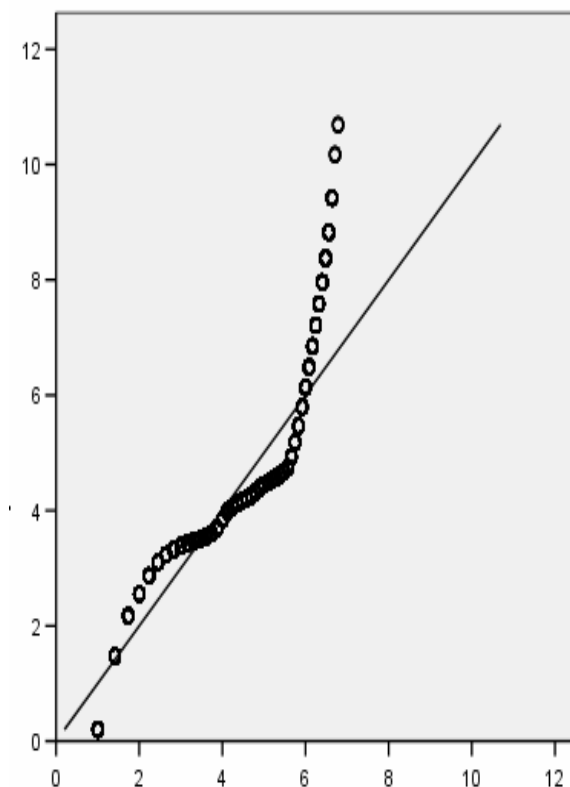


Distribution transformée



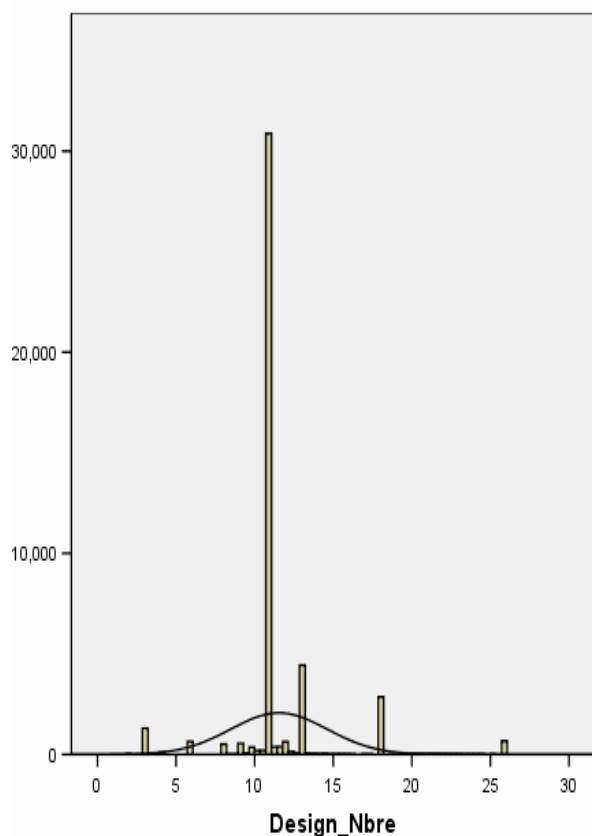
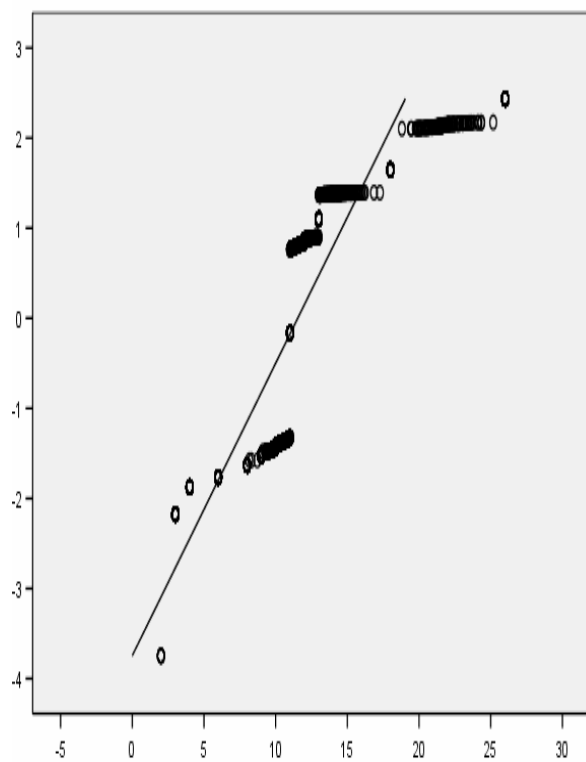
rac_anc

Graphique de normalité
après transformation

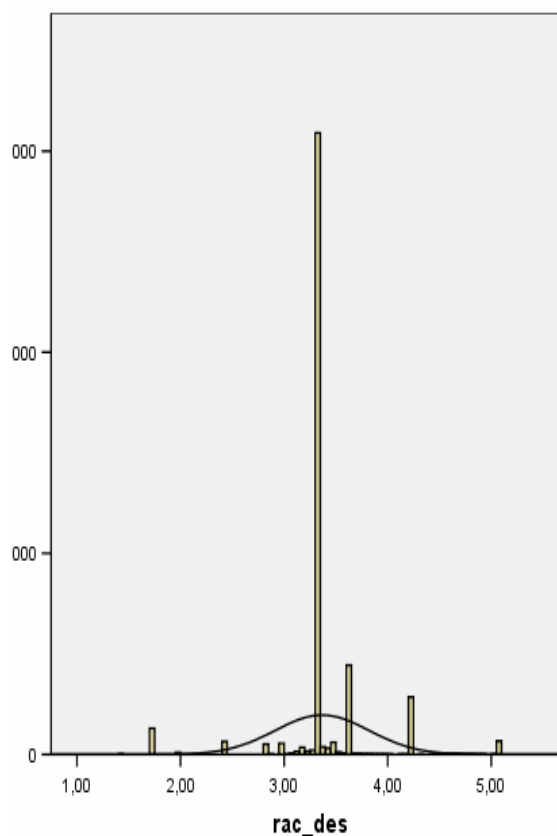
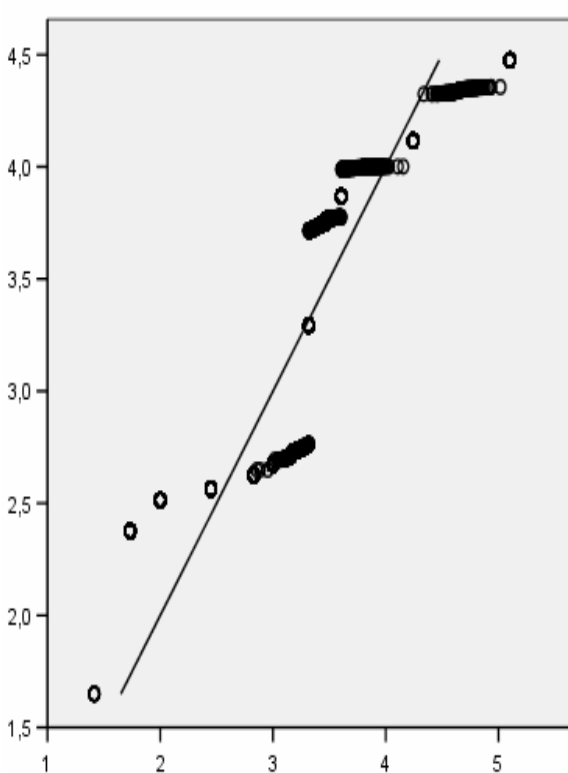


■ **Nombre de FCPE (DES)**

Distribution initiale

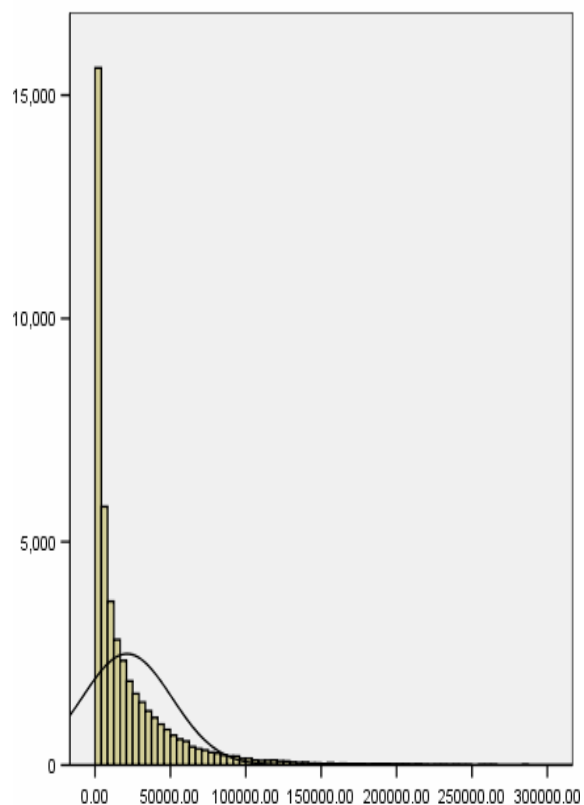
Graphique de normalité
distribution initiale

Distribution transformée

Graphique de normalité
après transformation

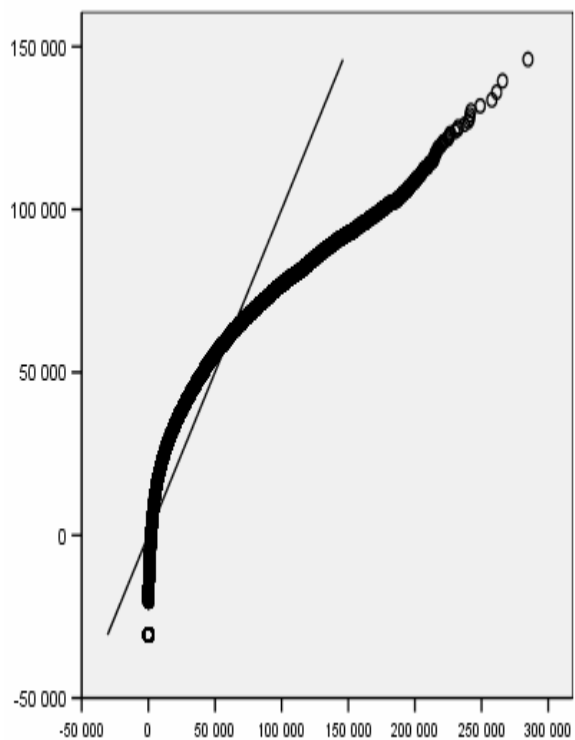
■ **Montant des encours en épargne salariale (ES)**

Distribution initiale

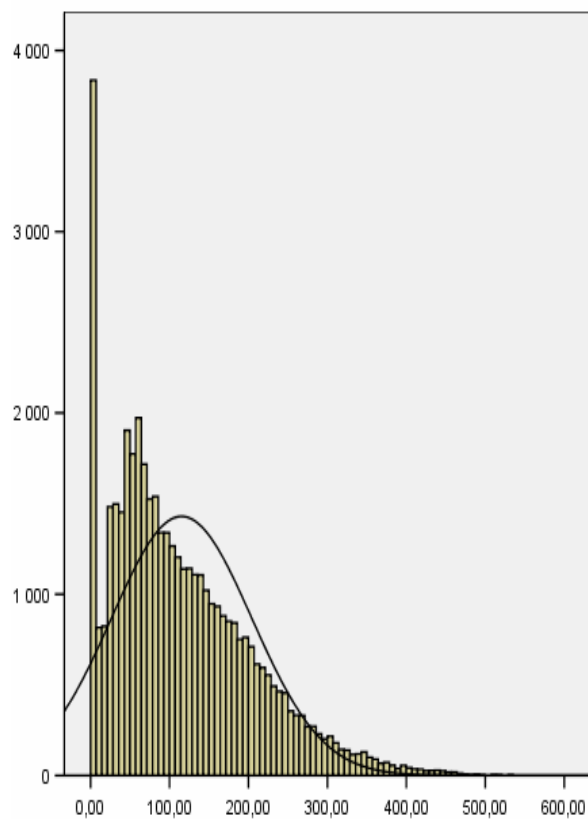


Total de pos courante : montant brut

Graphique de normalité
distribution initiale

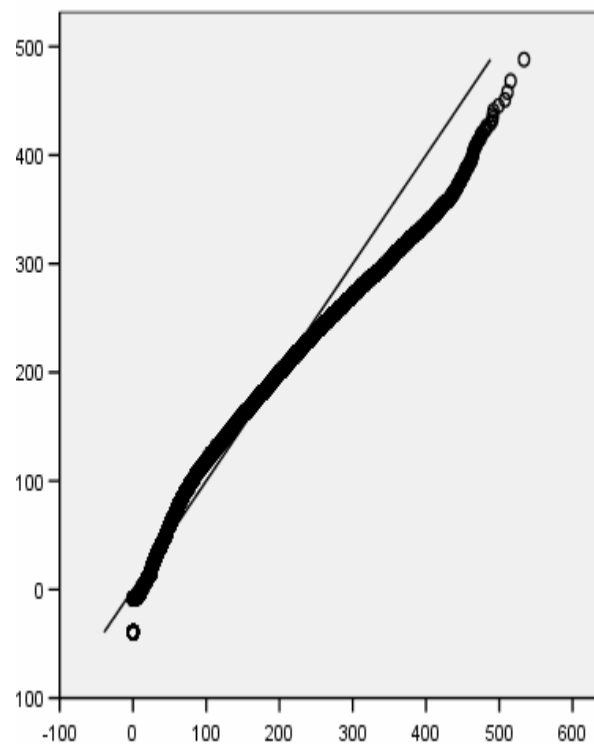


Distribution transformée



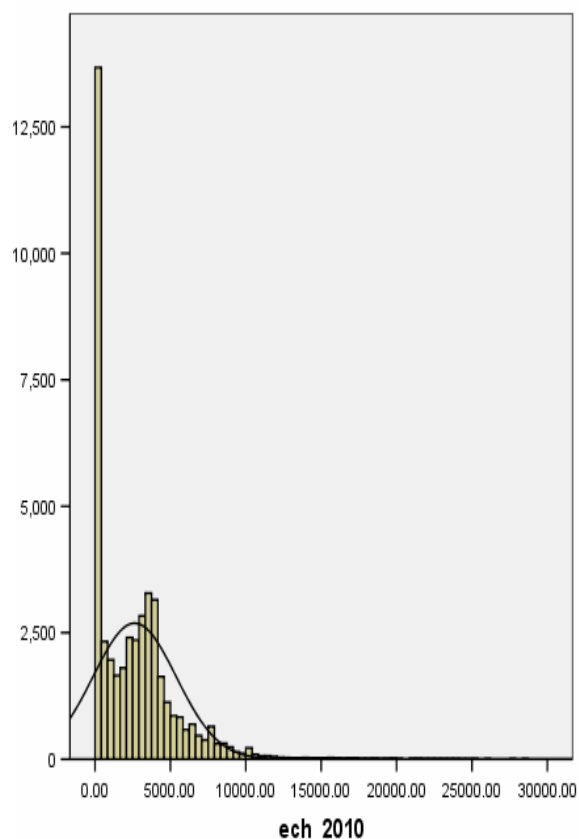
rac_pospee

Graphique de normalité
après transformation

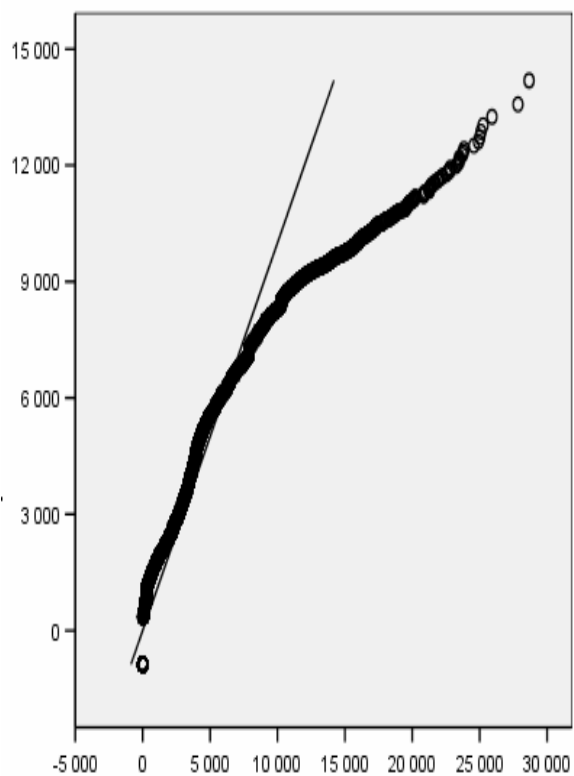


▪ **Epargne salariale arrivant à échéance en 2010 (ES2010)**

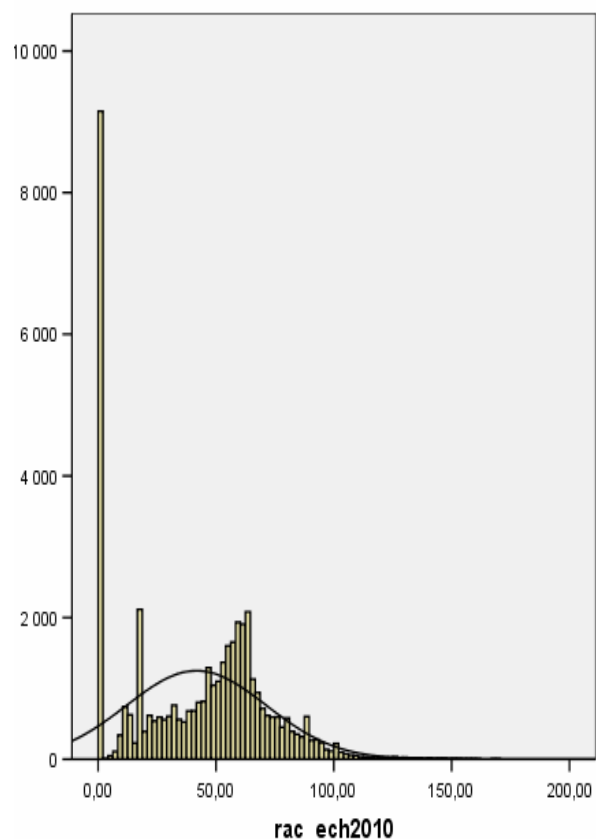
Distribution initiale



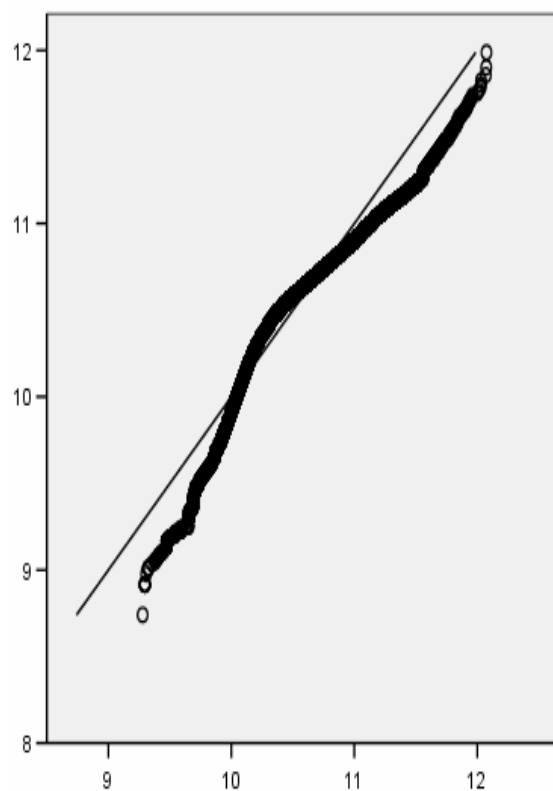
Graphique de normalité
distribution initiale



Distribution transformée

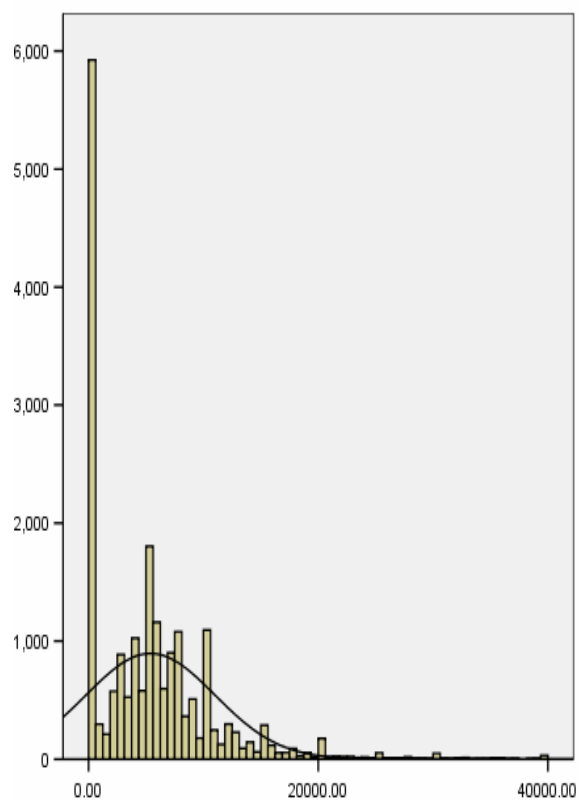


Graphique de normalité
après transformation

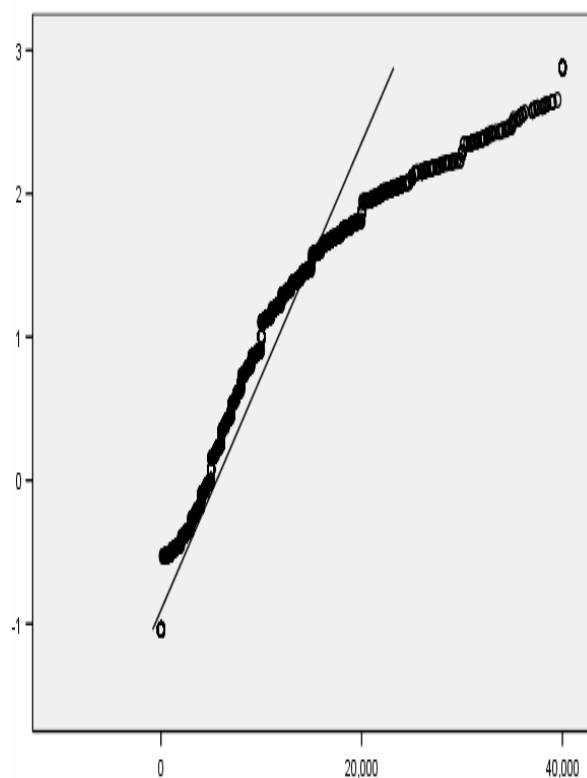


■ **Montant investi dans le fonds à effet de levier (LEV)**

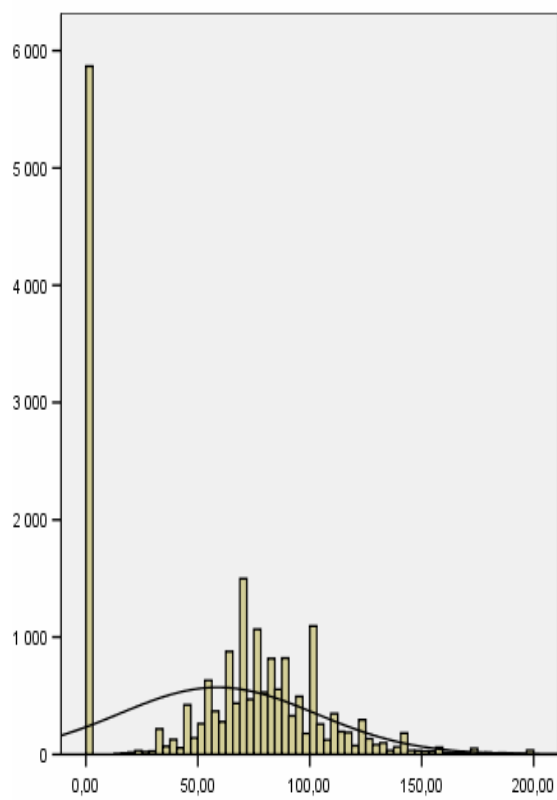
Distribution initiale



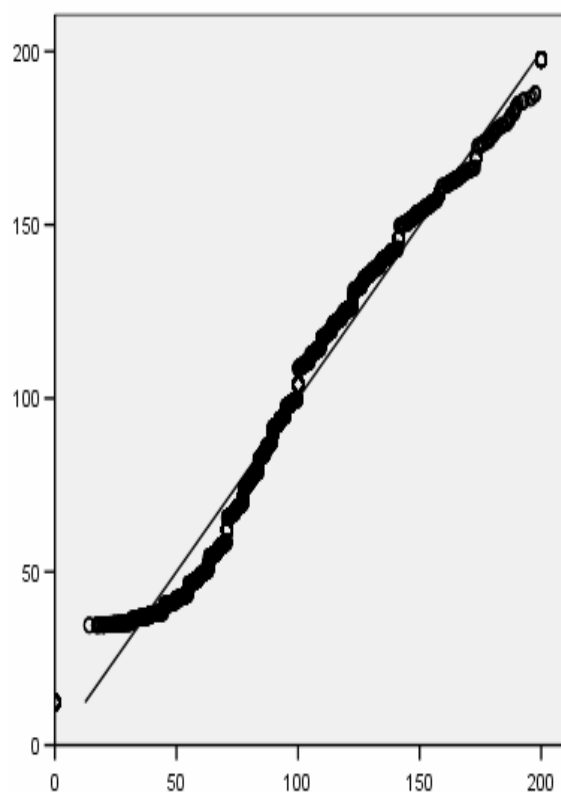
multi_sousx10
Graphique de normalité
distribution initiale



Distribution transformée

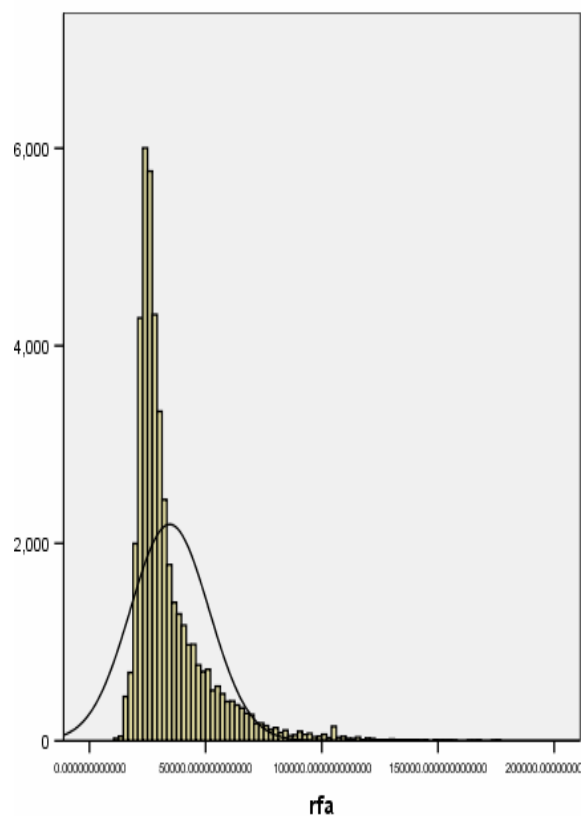


rac_multix10
Graphique de normalité
après transformation

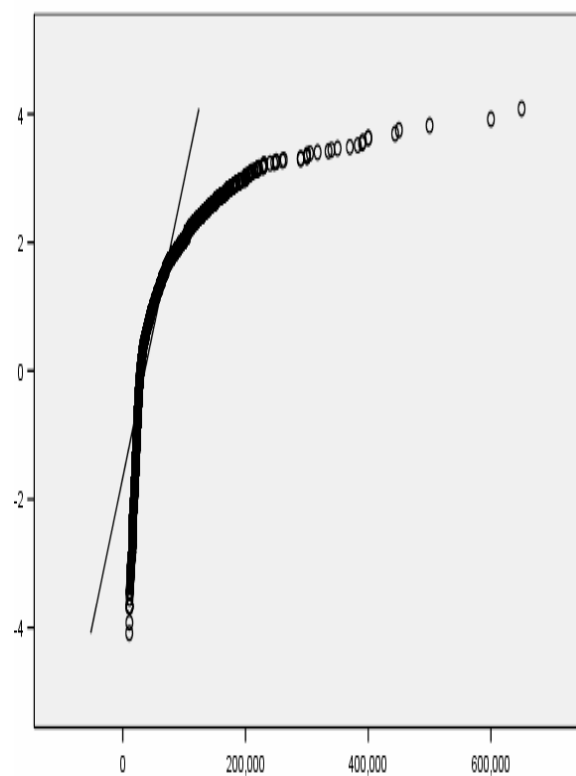


■ **Rémunération fixe annuelle (RFA)**

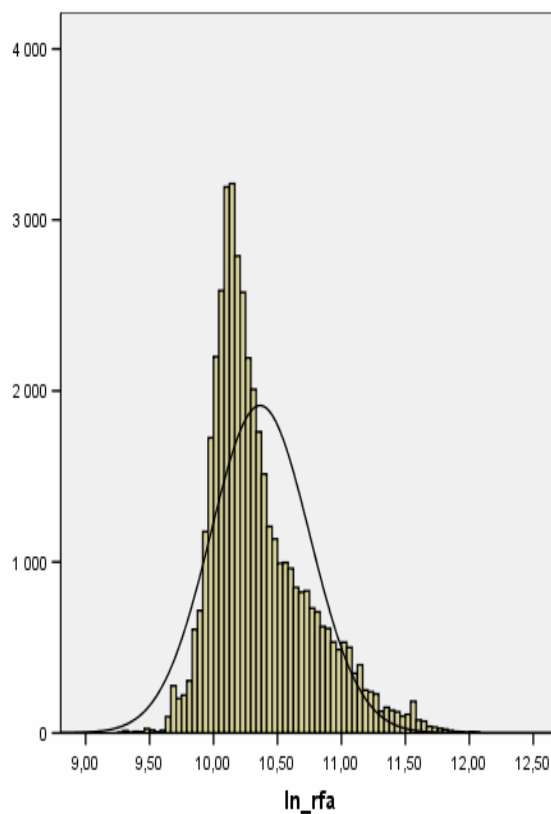
Distribution initiale



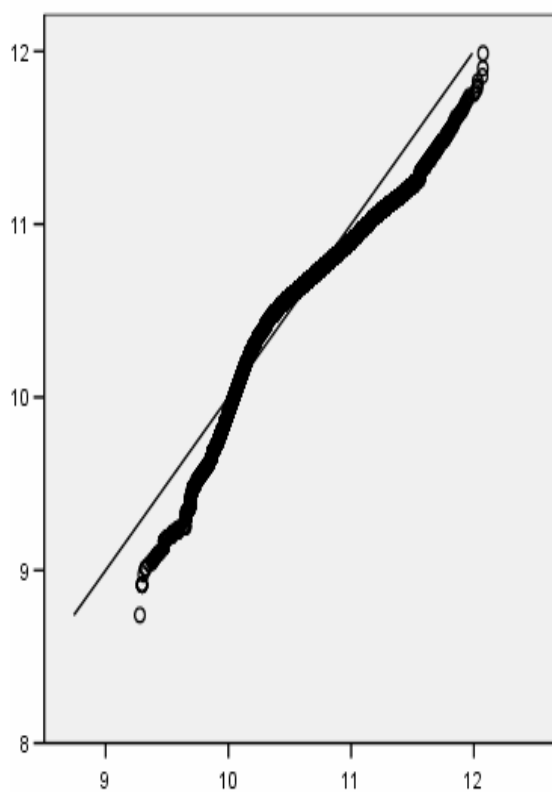
Graphique de normalité
distribution initiale



Distribution transformée

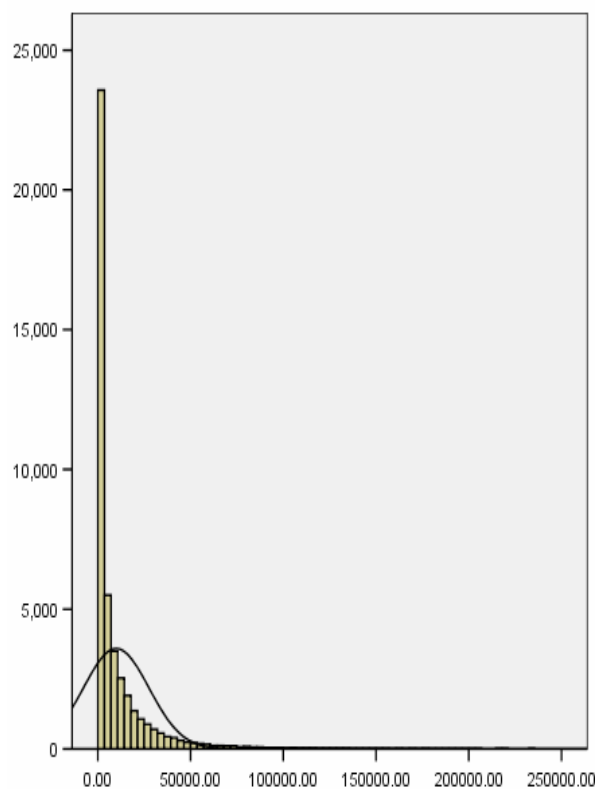
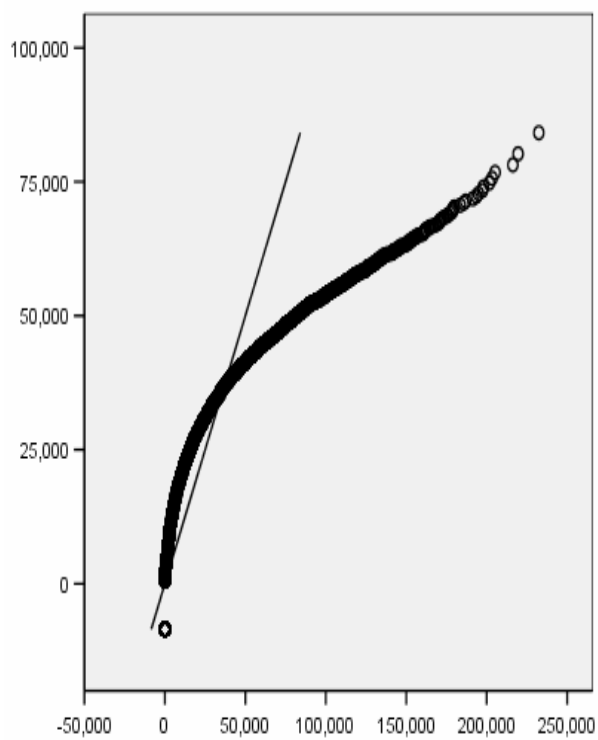


Graphique de normalité
après transformation

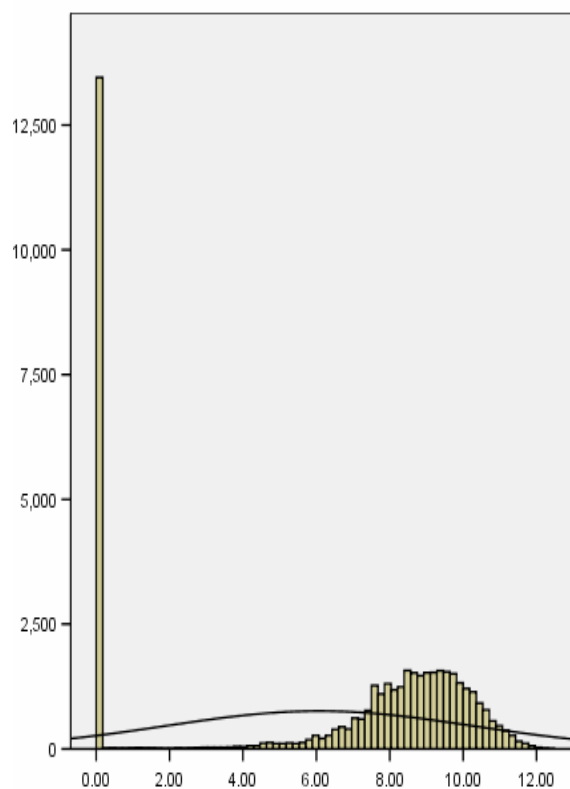
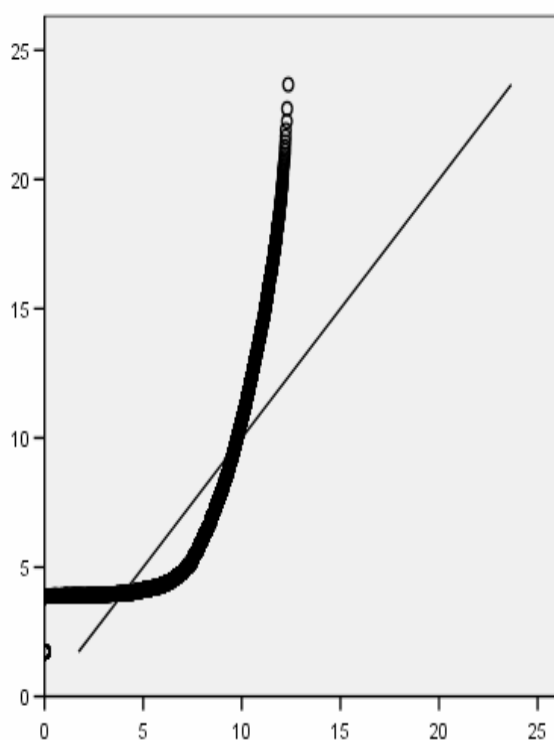


■ **Montant investi en actions de l'entreprise (TOTALAS)**

Distribution initiale

Graphique de normalité
distribution initiale

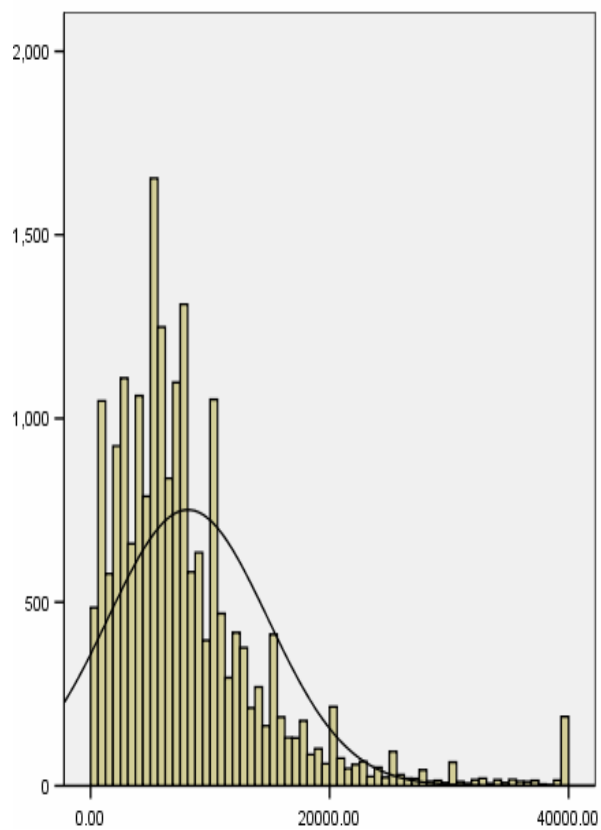
Distribution transformée

Graphique de normalité
après transformation

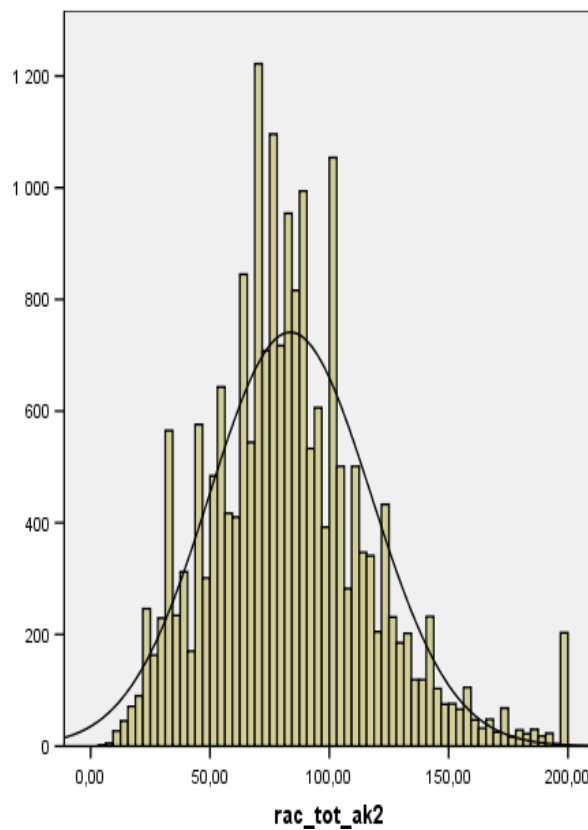
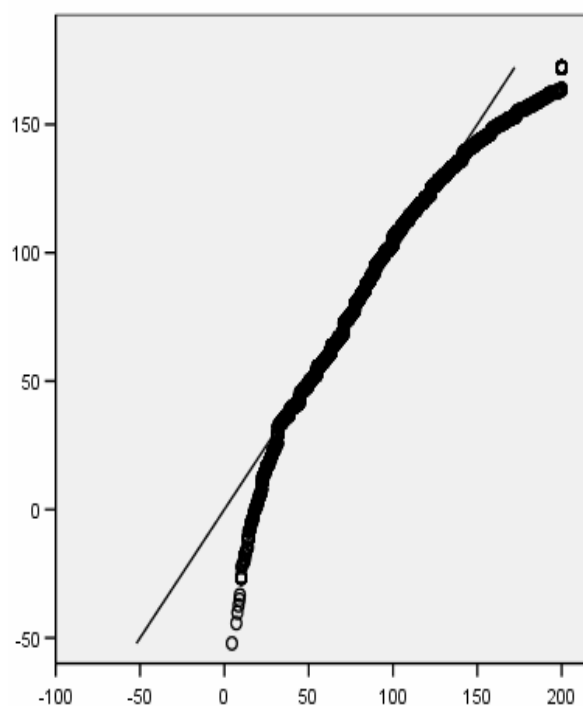
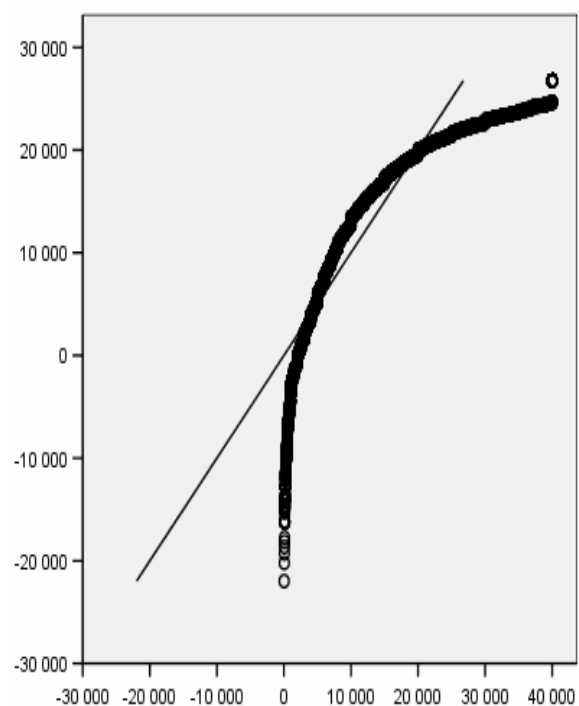
II. Variables dépendantes :

■ Montant souscrit à l'augmentation de capital (TOTALAK)

Distribution initiale

Graphique de normalité
distribution initiale

Distribution transformée

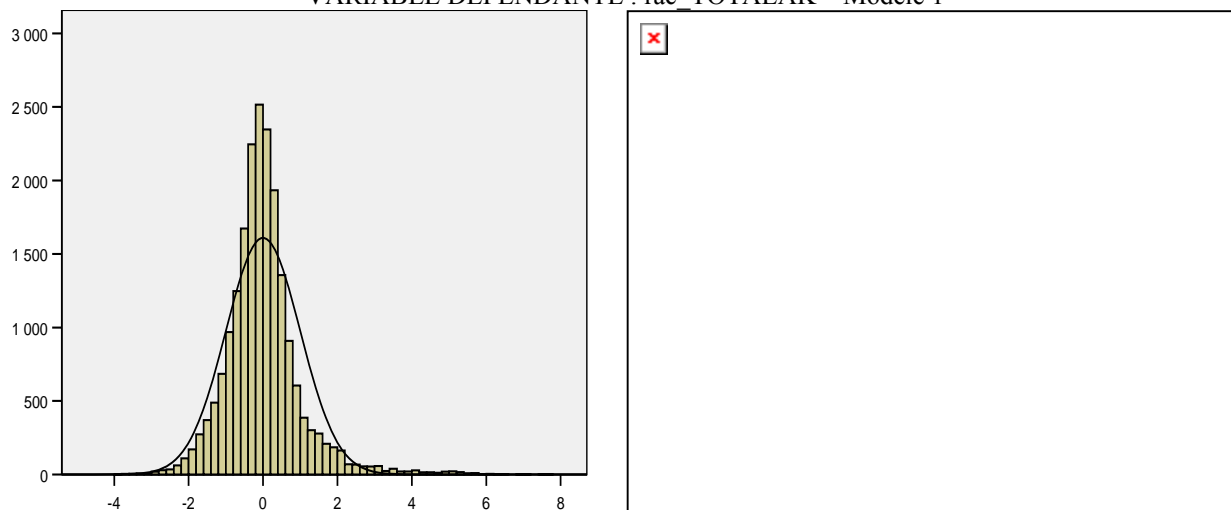
rac_tot_ak2
Graphique de normalité
après transformation

ANNEXE 4

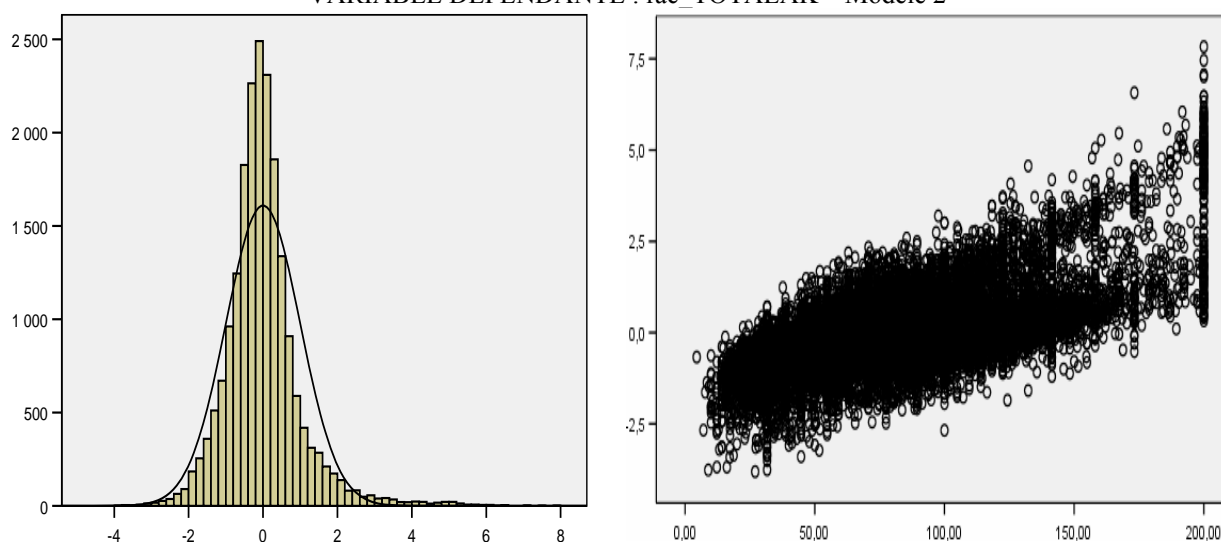
Analyse des résidus des régressions MCO

- **Variable dépendante : rac_TOTALAK**

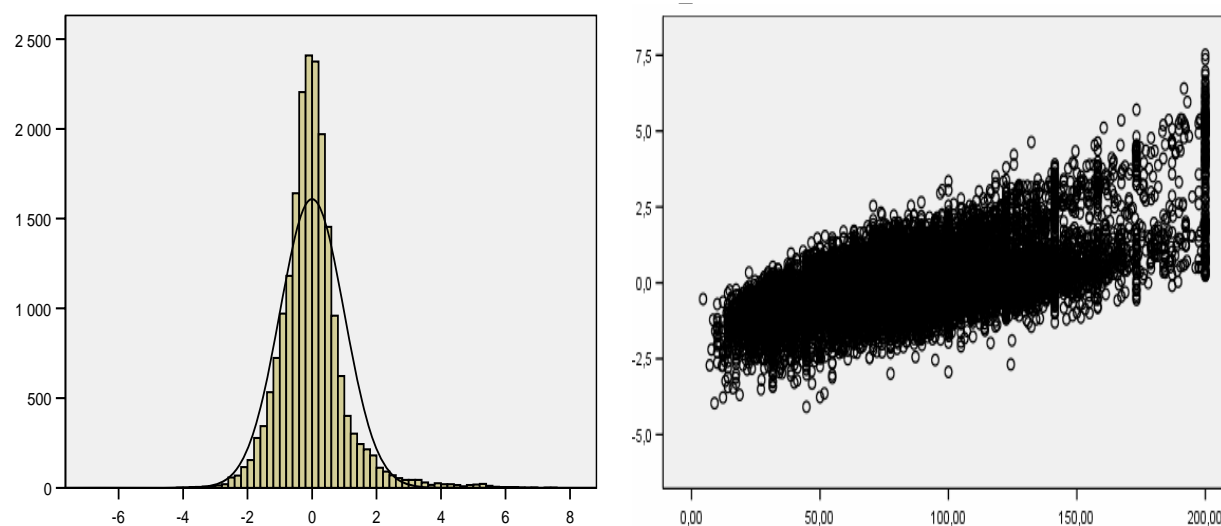
VARIABLE DÉPENDANTE : rac_TOTALAK – Modèle 1



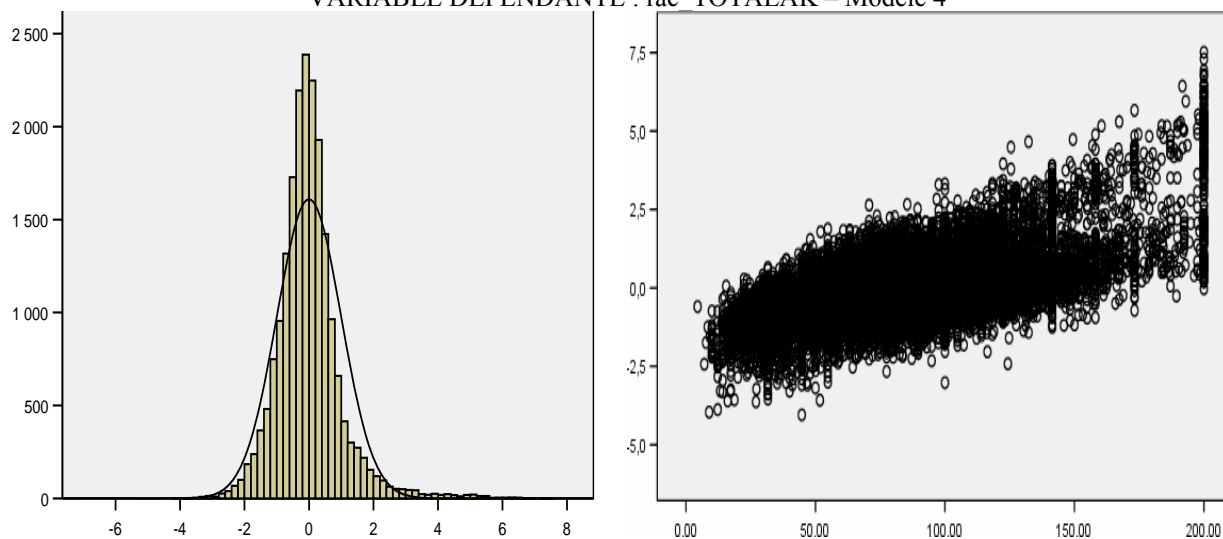
VARIABLE DÉPENDANTE : rac_TOTALAK – Modèle 2



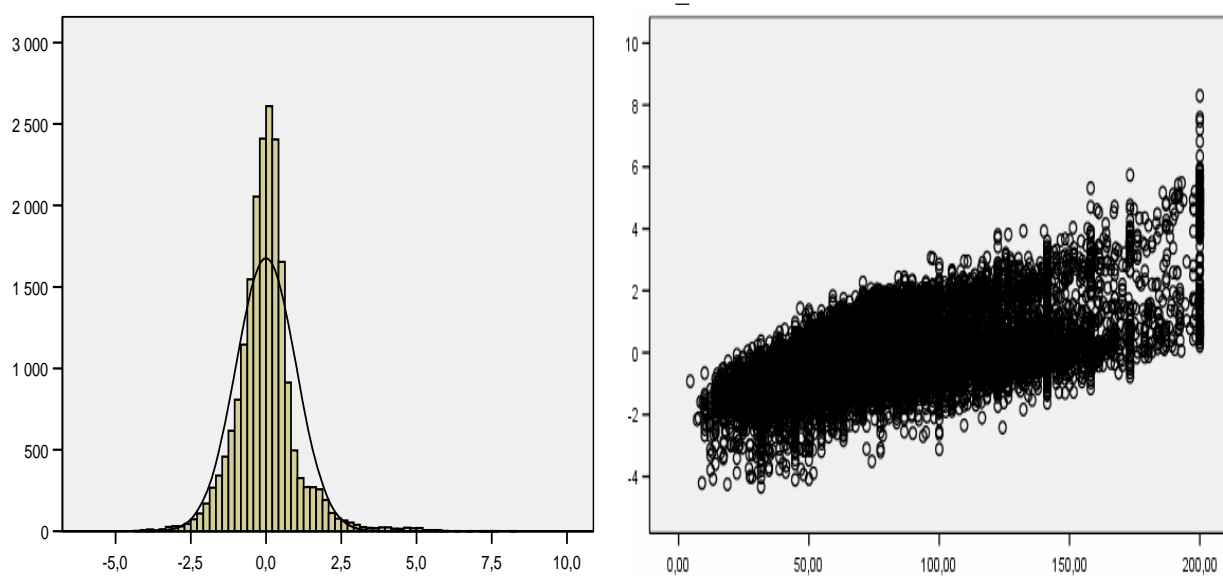
VARIABLE DÉPENDANTE : rac_TOTALAK – Modèle 3



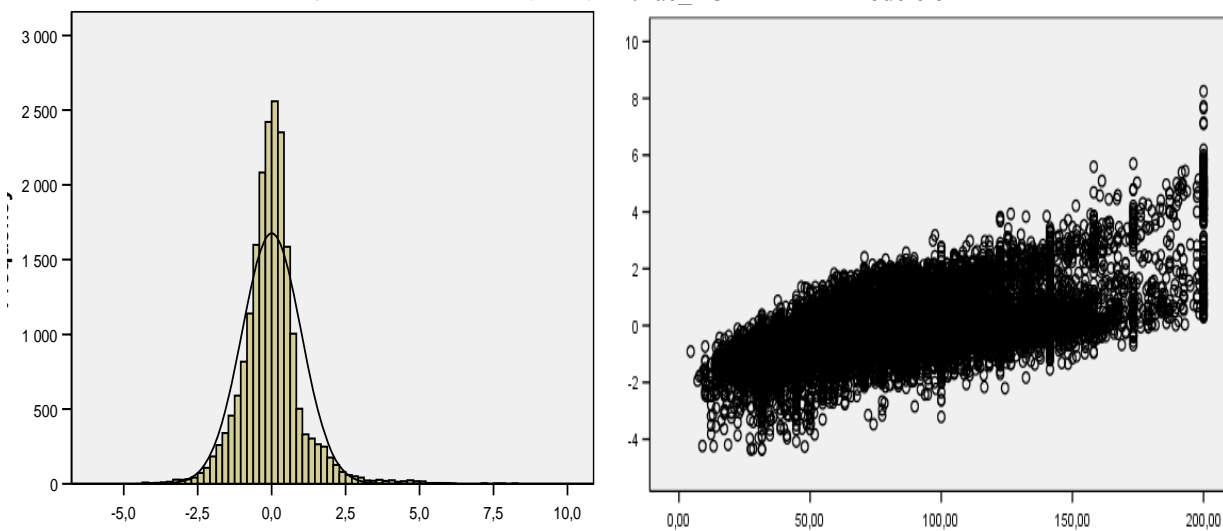
VARIABLE DÉPENDANTE : rac TOTALAK – Modèle 4



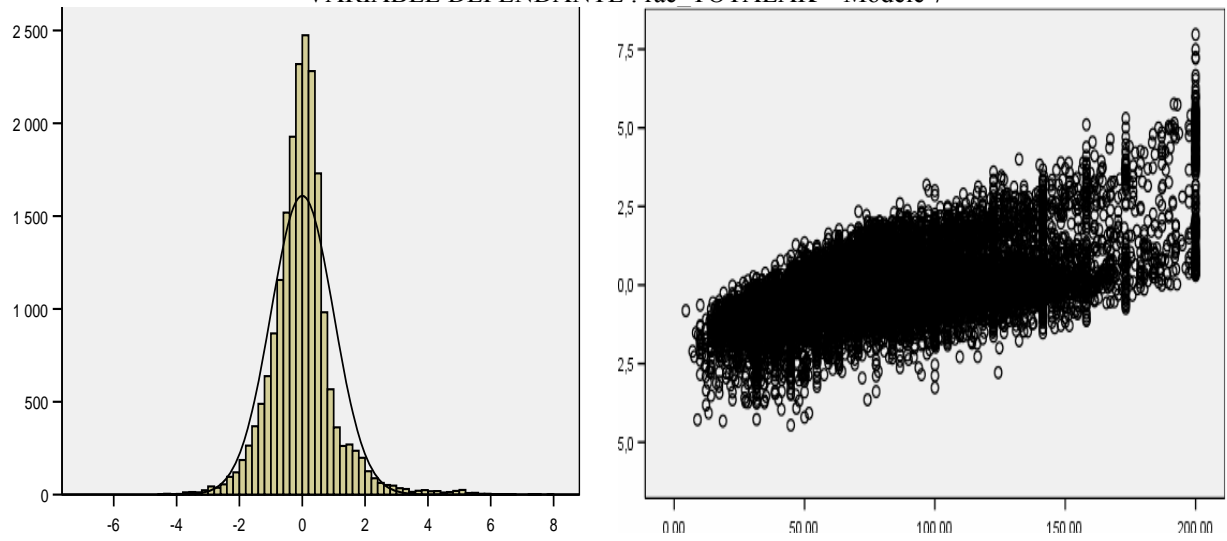
VARIABLE DÉPENDANTE : rac_TOTALAK – Modèle 5



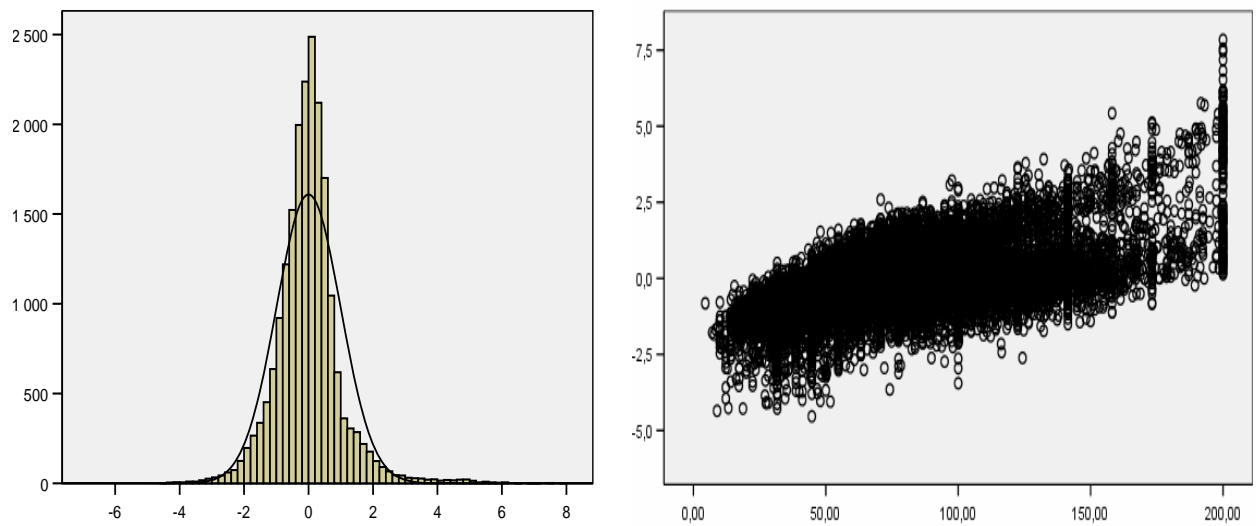
VARIABLE DÉPENDANTE : rac_TOTALAK – Modèle 6



VARIABLE DÉPENDANTE : rac_TOTALAK – Modèle 7

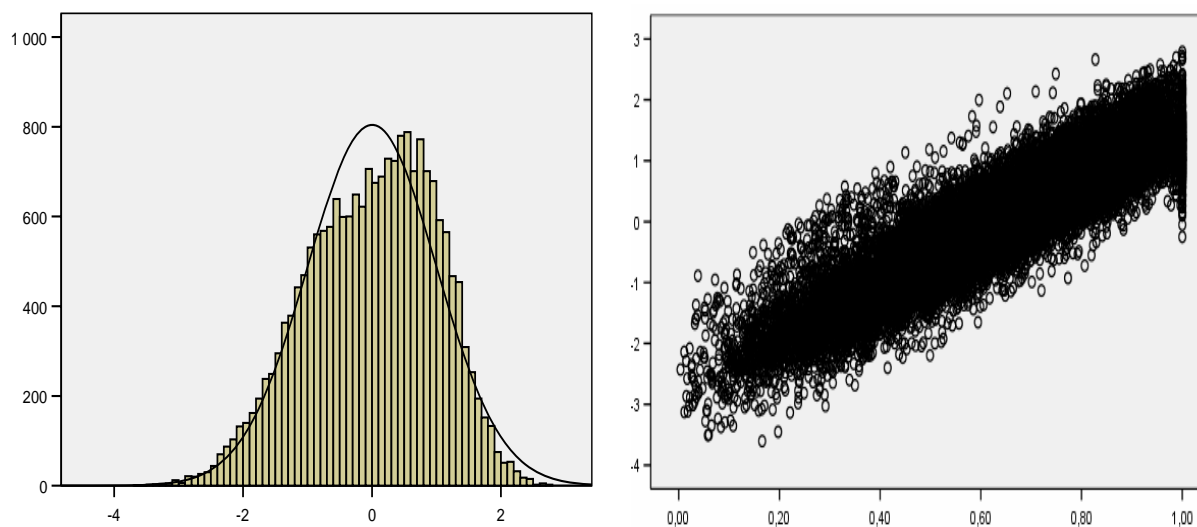


VARIABLE DÉPENDANTE : rac_TOTALAK – Modèle 8

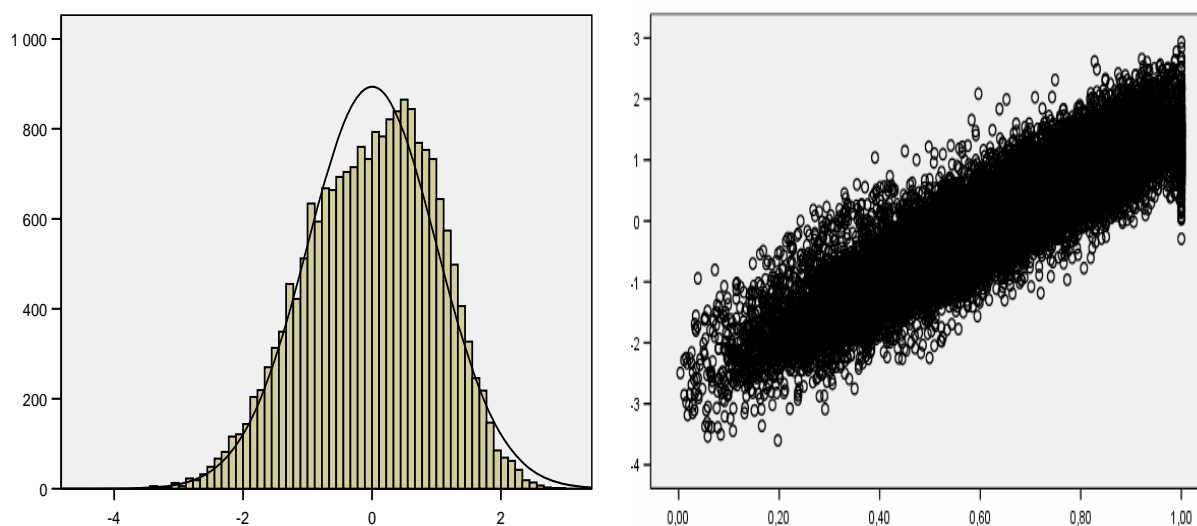


• **Variable dépendante : %AS2**

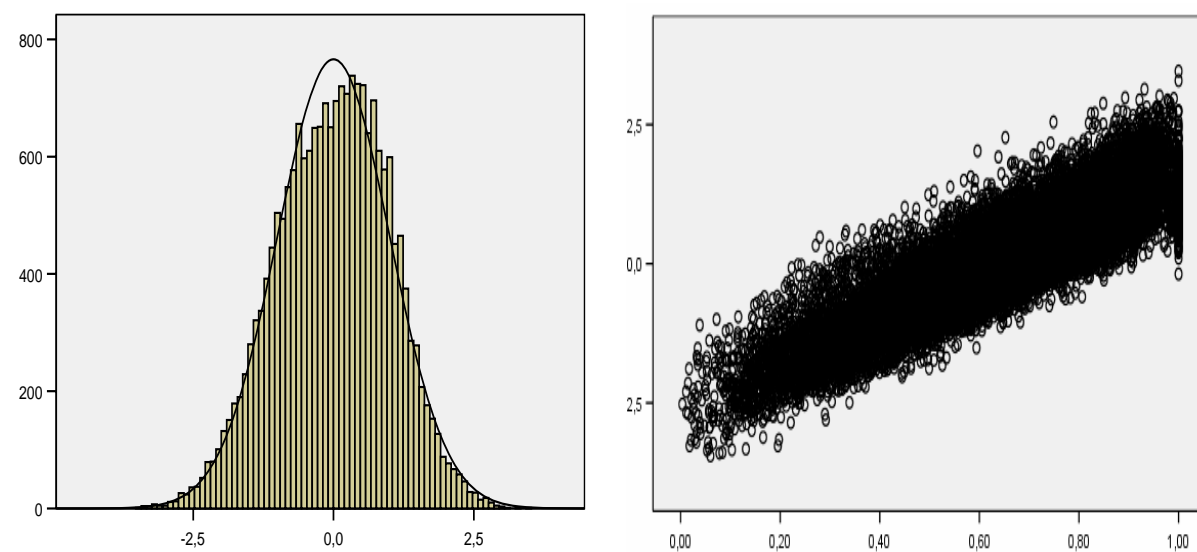
VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 1



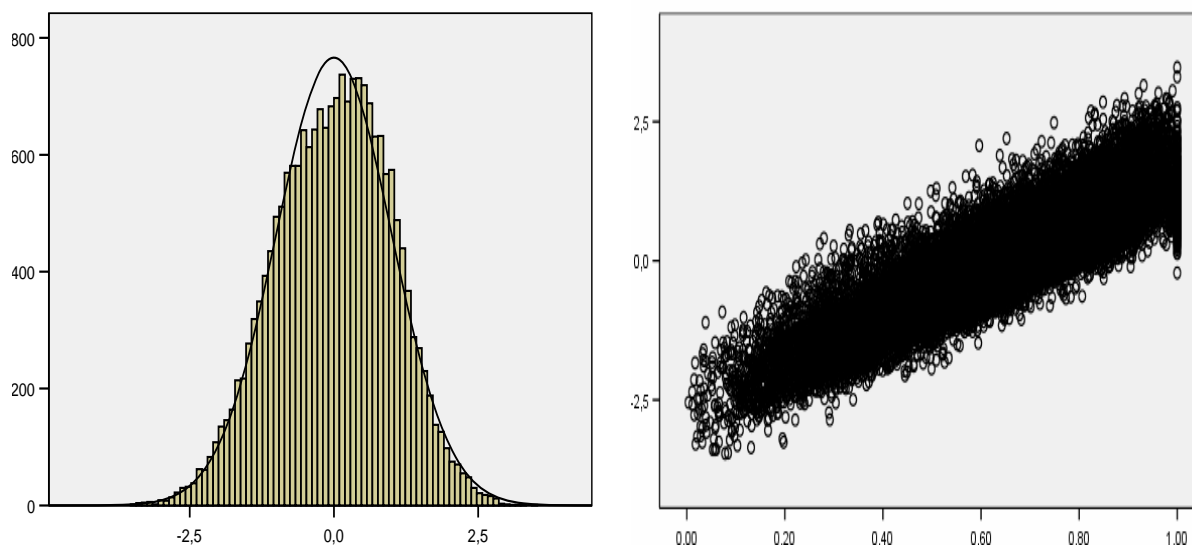
VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 2



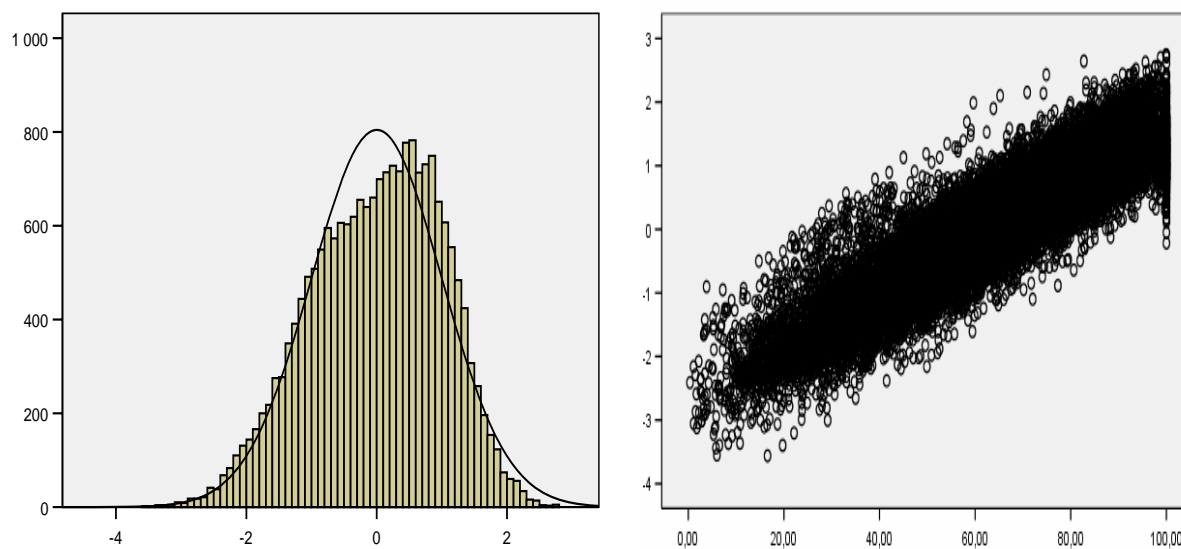
VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 3



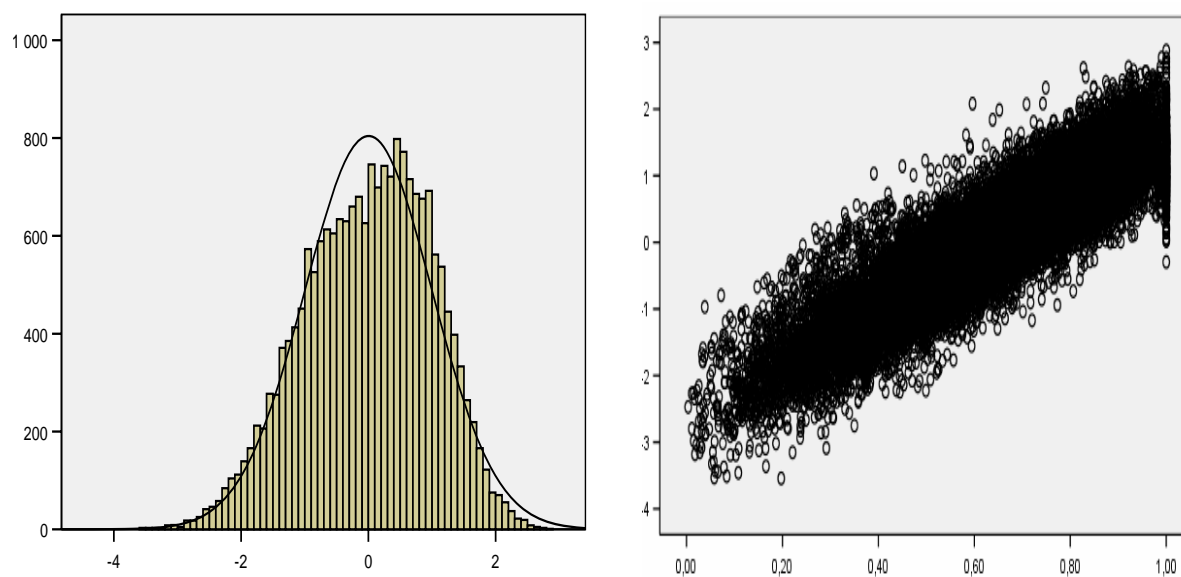
VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 4



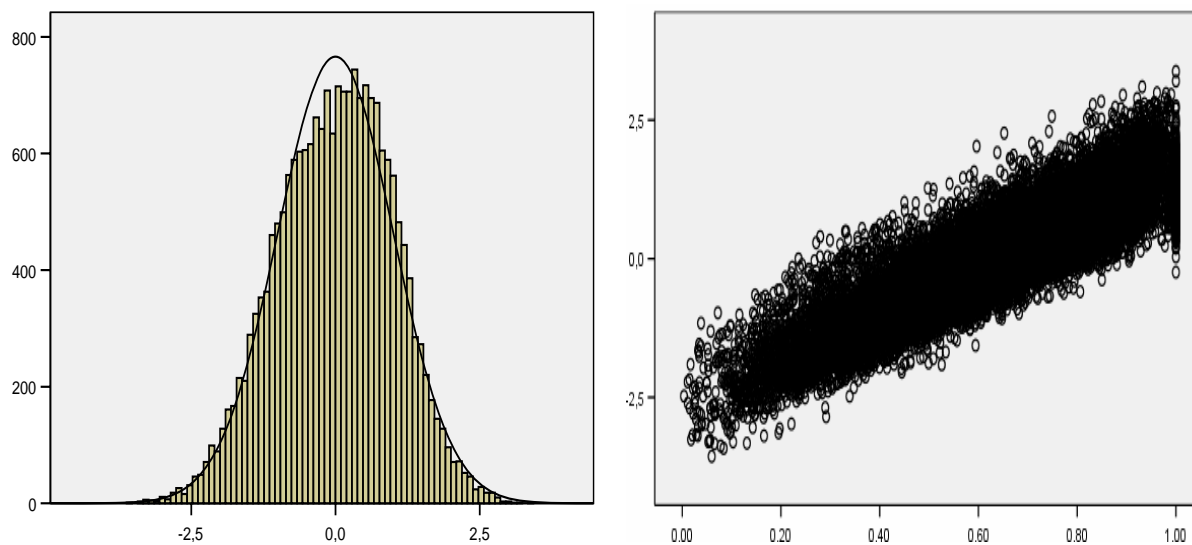
VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 5



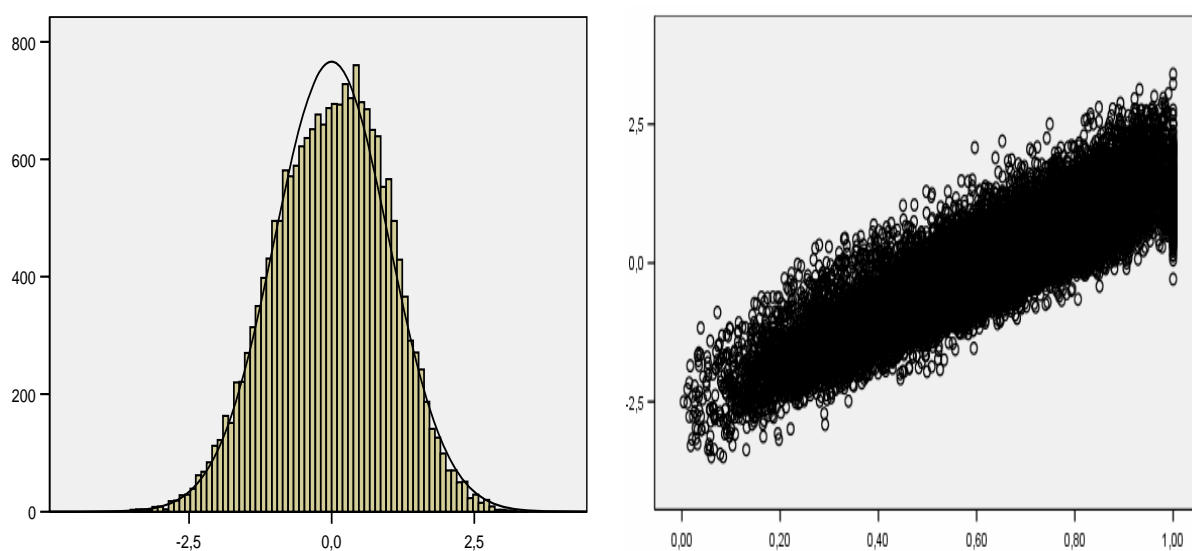
VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 6



VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 7



VARIABLE DÉPENDANTE : %AS2 – Modèle 8



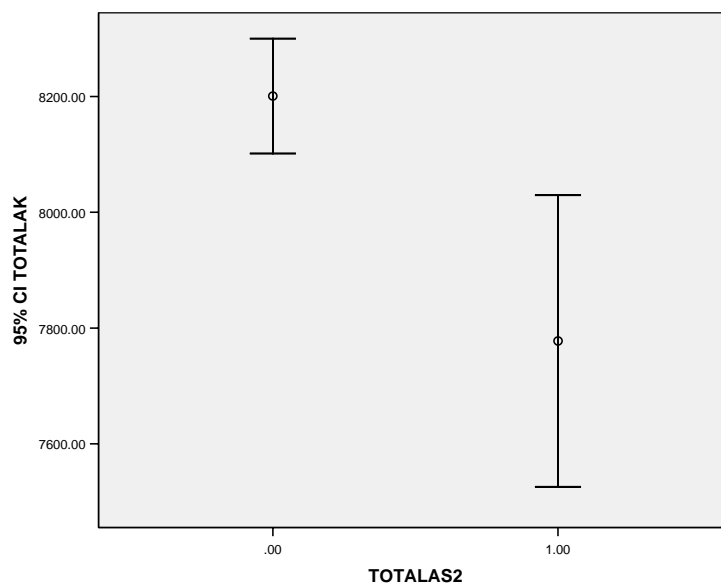
ANNEXE 5

ANOVA – VD : TOTALAK, VI : TOTALAS2

Statistiques descriptives

	N	Moyenne	Ecart type	Erreur type	Intervalle de confiance		Minimum	Maximum
					Borne inférieure	Borne supérieure		
.00	17412	8200.6740	6680.04260	50.62382	8101.4462	8299.9018	50.00	40000.00
1.00	2747	7777.7420	6726.54322	128.34017	7526.0890	8029.3951	20.00	40000.00
Total	20159	8143.0425	6687.80482	47.10306	8050.7166	8235.3683	20.00	40000.00

Moyennes et intervalles de confiance



Test d'homogénéité des variances

Statistique de Levene	dl1	dl2	Sig.
3.050	1	20157	.081

Analyse de variance

	Somme des carrés	DI	Moyenne carrée	F	Sig.
Inter Groupes	424403865.947	1	424403865.947	9.493	.002
Intra Groupes	901177085873.765	20157	44707897.300		
Total	901601489739.712	20158			

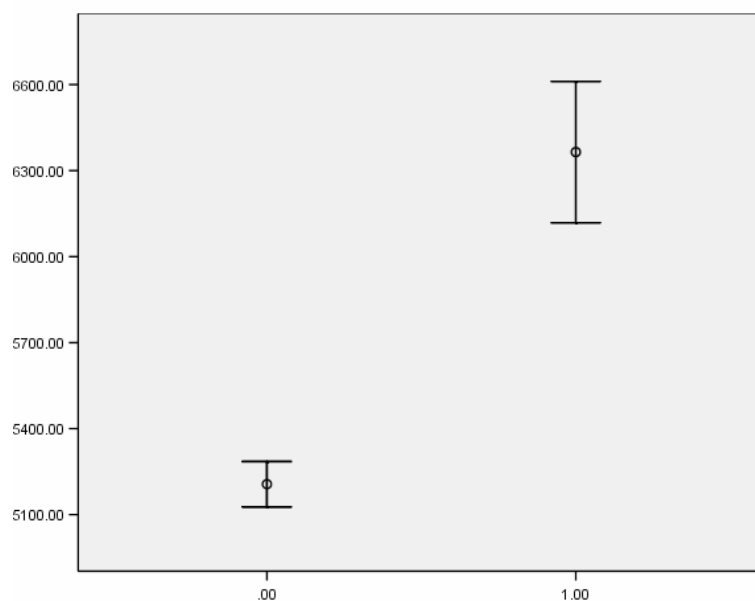
ANNEXE 6

ANOVA – VD : LEV, VI : ACT

Statistiques descriptives

	N	Moyenne	Ecart type	Erreur type	Intervalle de confiance		Minimum	Maximum
					Borne inférieure	Borne supérieure		
.00	16905	5206.22	5239.51	40.30	5127.24	5285.21	0.00	40000.00
1.00	3254	6364.89	7172.83	125.74	6118.35	6611.43	0.00	40000.00
Total	20159	5393.25	5612.96	39.53	5315.77	5470.74	0.00	40000.00

Moyennes et intervalles de confiance



Test d'homogénéité des variances

Statistique de Levene	dl1	dl2	Sig.
500.81	1.00	20157.00	0.00

Analyse de variance

	Somme des carrés	DI	Moyenne carrée	F	Sig.
Inter Groupes	3663371700.94	1.00	3663371700.94	116.95	0.00
Intra Groupes	631421293605.55	20157.00	31325162.16		
Total	635084665306.49	20158.00			

Tests robustes d'égalité des moyennes

	Statistique	Degré de liberté 1	Degré de liberté 2	Sig.
Welch	9,05	2,00	11 167,45	0,00
Brown-Forsythe	9,34	2,00	16 474,87	0,00

Table des matières

Table des matières

INTRODUCTION.....	12
CHAPITRE INTRODUCTIF : L’ACTIONNARIAT SALARIE EN FRANCE	22
1. Cadre juridique de l’actionnariat salarié	23
1.1. Le Plan d’Epargne Entreprise (PEE) ou Plan Epargne Groupe (PEG)	24
1.2. Le Fonds Commun de Placement Entreprise (FCPE)	28
1.3. Les augmentations de capital réservées aux salariés	31
2. L’actionnariat salarié : Etat des lieux	33
2.1. L’actionnariat salarié au travers des encours des Fonds Communs de Placement Entreprise.....	33
2.2. Les résultats des enquêtes sur les motivations de l’actionnariat salarié	36
Conclusion du chapitre	38
PREMIERE PARTIE : ANALYSE THEORIQUE : ACTIONNARIAT SALARIE, CHOIX ET INCITATIONS DES SALARIES, EFFETS POUR L’ENTREPRISE	40
CHAPITRE PREMIER : L’ACTIONNARIAT SALARIE : MECANISMES D’INCITATIONS ET EFFETS SUR LES ATTITUDES AU TRAVAIL DES SALARIES	44
1. Les incitations collectives	46
1.1. Critiques des incitations collectives	47
1.2. Domaines d’application des incitations collectives.....	49
2. Modèles explicatifs des effets de l’actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés.....	56
2.1. Le modèle de la satisfaction intrinsèque.....	58
2.2. Le modèle de la satisfaction instrumentale.....	61
2.3. Le modèle de la satisfaction extrinsèque	65
Conclusion du chapitre	70
CHAPITRE DEUXIEME : LES EFFETS DE L’ACTIONNARIAT SALARIE POUR L’ENTREPRISE.....	74
1. Les effets de l’actionnariat salarié sur le gouvernement de l’entreprise	75
1.1. La participation des actionnaires salariés au conseil d’administration.....	77
1.1.1. Les risques de la participation des salariés au conseil d’administration.....	78
1.1.2. Les avantages de la participation des actionnaires salariés au conseil d’administration	83
1.2. Actionnariat salarié et richesse de l’actionnaire	89
2. L’incidence de l’actionnariat salarié sur les performances des entreprises	92
2.1. Incidences de l’actionnariat salarié sur la productivité	94
2.2. Incidences de l’actionnariat salarié sur les mesures comptables et financières de la performance	96
Conclusion du chapitre	97

CHAPITRE TROISIEME : SOUS-DIVERSIFICATION ET DETERMINANTS DES CHOIX DES SALARIES

POUR L'ACTIONNARIAT SALARIE 100

1. Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille	102
1.1. Les effets négatifs de la sous-diversification pour le salarié	102
1.2. Les contributions de l'entreprise	108
1.3. Les caractéristiques des salariés	110
1.4. Les caractéristiques de l'entreprise.....	114
2. Décisions d'investissement des salariés et finance comportementale	115
2.1. L'extrapolation excessive des performances futures	115
2.2. La familiarité et la loyauté des salariés envers leur entreprise	117
2.3. L'influence du design de l'offre	119
Conclusion du chapitre	122

CHAPITRE QUATRIEME : DETERMINATION DU MONTANT OPTIMAL D'ACTIONNARIAT SALARIE EN

SITUATION D'INFORMATION IMPARFAITE..... 124

1. Présentation du modèle	126
1.1. Technologie de l'entreprise	126
1.2. Préférences des joueurs	127
1.2.1. Préférences du dirigeant.....	127
1.2.2. Préférences du salarié	129
1.3. Hypothèses.....	132
2. Solution du modèle.....	132
2.1. Existence d'un niveau d'actionnariat salarié optimal c^*	132
2.2. Détermination du niveau d'actionnariat salarié optimal c^*	139
2.3. Simulations des relations entre c^* et les variables du modèle.....	142

Conclusion du chapitre

Conclusion de la première partie

SECONDE PARTIE : ETUDES EMPIRIQUES 150

CHAPITRE CINQUIEME : ETUDE EXPLORATOIRE QUALITATIVE..... 154

1. Méthodologie de l'approche qualitative.....	155
1.1. Population interrogée.....	155
1.1.1. Les entretiens d'experts	156
1.1.1.1. Le choix des experts.....	157
1.1.1.2. L'expertise des répondants	157
1.1.2. Les entretiens avec les salariés	159
1.2. La méthode d'entretien.....	160
1.2.1. Entretiens individuels semi-directifs centrés	160
1.2.2. Guides d'entretien.....	161
1.2.3. Recueil des données.....	162
1.2.4. Critères de saturation	163
1.3. L'analyse de contenu	164
1.3.1. Description de l'analyse.....	164
1.3.2. Les techniques d'analyse de données utilisées	165

2. Résultats de l'étude exploratoire	166
2.1. Entretiens avec les experts.....	166
2.1.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS	168
2.1.1.1. Les caractéristiques générales des augmentations de capital.....	169
2.1.1.2. Les fonds à effet de levier	170
2.1.1.3. L'origine des versements	171
2.1.1.4. La décote sur le cours de l'action	171
2.1.1.5. La politique de communication de l'entreprise	172
2.1.1.6. Les facilités de règlement	172
2.1.2. Le cadre de l'épargne salariale en France.....	173
2.1.2.1. La communication	174
2.1.2.2. Le design de l'offre	175
2.1.2.3. Les abondements de l'entreprise.....	176
2.1.2.4. L'origine des versements	177
2.1.2.5. Le Plan d'Epargne Entreprise	178
2.1.2.6. Les autres composantes de l'épargne salariale	179
2.1.2.7. Les arbitrages au sein du Plan d'Epargne Entreprise.....	179
2.1.3. Les caractéristiques des entreprises	180
2.1.3.1. Les caractéristiques générales des entreprises	181
2.1.3.2. La gouvernance	182
2.1.3.3. Les perspectives de plus-value.....	183
2.1.3.4. Le risque de l'entreprise.....	184
2.1.3.5. Prise en compte de l'actionnariat salarié dans l'organisation de l'entreprise 184	
2.1.3.6. Le contexte de l'entreprise.....	185
2.1.4. Les caractéristiques des salariés.....	185
2.1.4.1. Les caractéristiques générales des salariés	186
2.1.4.2. L'extrapolation excessive	187
2.1.4.4. Les attitudes et le comportement des salariés	189
2.2. Entretiens avec les salariés	190
2.2.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS	191
2.2.1.1. Les caractéristiques générales des augmentations de capital.....	192
2.2.1.2. La politique de communication de l'entreprise	193
2.2.1.3. L'origine des versements	194
2.2.1.4. La décote sur le cours de l'action	195
2.2.1.5. Les facilités de règlement	195
2.2.2. Le cadre de l'épargne salariale en France.....	196
2.2.2.1. Le Plan d'Epargne Entreprise	197
2.2.2.2. Le design de l'offre	197
2.2.2.3. La communication	199
2.2.2.4. Les abondements de l'entreprise.....	200
2.2.2.5. L'origine des versements	200
2.2.2.6. Les autres composantes de l'épargne salariale	201
2.2.3. Les caractéristiques des entreprises	201
2.2.3.1. Caractéristiques générales des entreprises	202
2.2.3.2. Gouvernance	204
2.2.3.3. Le risque de l'entreprise.....	205
2.2.4. Les caractéristiques des salariés.....	206
2.2.4.1. Caractéristiques générales des salariés	206
2.2.4.2. L'attitude vis-à-vis de l'actionnariat salarié et de l'entreprise des salariés	208

2.2.4.3. Stratégie de placements.....	209
2.2.4.4. Gains	210
2.2.4.5. Attitudes et comportements	211
Conclusion du chapitre	211
CHAPITRE SIXIEME : FORMULATION DES HYPOTHESES DE RECHERCHE ET METHODOLOGIE DES ANALYSES QUANTITATIVES	216
1. Formulation des hypothèses de recherche.....	217
1.1. Hypothèses de recherche	218
1.1.1. Hypothèses issues de la littérature sur les systèmes d'incitation et les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés (Chapitre I)	219
1.1.2. Hypothèses issues de la littérature sur les effets de l'actionnariat salarié pour l'entreprise (Chapitre II).....	220
1.1.3. Hypothèses issues de la littérature sur les choix d'investissement des salariés (Chapitre III)	222
1.1.4. Hypothèses issues du modèle théorique (Chapitre IV).....	226
1.1.5. Hypothèses issues de l'étude qualitative (Chapitre V)	227
1.2. Hypothèses de recherche testées.....	233
1.2.1. Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille	233
1.2.2. Décisions d'investissement des salariés et finance comportementale	235
2. Présentation, mesure et traitement des données	236
2.1. Présentation de la source de données	236
2.1.1. Source de données.....	237
2.1.2. Construction de la base de données	238
2.2. Mesure des variables	239
2.2.1. Présentation des variables	240
2.2.1.1. Variables dépendantes : trois dimensions de la décision d'investir en actionnariat salarié	240
2.2.1.2. Variables indépendantes	242
2.2.2. Préparation des données.....	247
2.2.2.1. Traitement des valeurs manquantes	247
2.2.2.2. Détection et traitement des valeurs extrêmes.....	250
2.2.2.3. Transformations des variables	251
3. Hypothèses de recherche et mesure des variables.....	255
3.1. Tests des hypothèses.....	255
3.1.1. Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille	255
3.1.1.1. Le patrimoine du salarié (H.TP.1)	255
3.1.1.2. La concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié (H.TP.2) ...	256
3.1.1.3. La rémunération fixe annuelle (H.TP.3)	256
3.1.1.4. Le statut marital (H.TP.4)	256
3.1.1.5. L'âge (H.TP.5)	257
3.1.1.6. L'ancienneté (H.TP.6)	257
3.1.1.7. Le rang hiérarchique (H.TP.7)	257
3.1.1.8. L'influence des fonds à effet de levier (H.TP.8)	258
3.1.1.9. La possibilité d'investir les sommes épargnées la même année (H.TP.9)..	258
3.1.2. Décisions d'investissement des salariés et finance comportementale	258
3.1.2.1. Le design de l'offre (H.FC.1)	258
3.1.2.2. Les gains réalisés grâce à l'actionnariat salarié (H.FC.2).....	259

3.1.2.3. Le sexe (H.FC.3).....	259
3.1.2.4. La fréquence des ACRS (H.FC.4)	259
3.1.2.5. Les connaissances financières (H.FC.5)	260
3.2. Contrôle de la variance des hypothèses non testées	262
4. Méthodologie des études quantitatives	262
4.1. La régression linéaire multiple	263
4.2. La régression logistique.....	267
4.3. L'analyse de variance	267
Conclusion du chapitre	268
CHAPITRE SEPTIEME : RESULTATS DES ANALYSES QUANTITATIVES : TROIS DIMENSIONS DE LA DECISION D'INVESTIR EN ACTIONNARIAT SALARIE	270
1. Les déterminants de la décision de participer à l'ACRS.....	272
1.1. Régression logistique multivariée	272
1.1.1. Evaluation de la qualité globale des modèles de régression logistique	273
1.1.2. Commentaire des résultats	275
1.2. Régression logistique pour la variable (ANC2)	279
2. Les déterminants du montant investi dans l'ACRS	279
2.1. Régressions multivariées	280
2.1.1. Evaluation de la qualité globale du modèle	280
2.1.2. Commentaire des résultats	283
2.2. Analyses de variance	285
2.2.1. Le statut marital (MAR).....	286
2.2.2. Présence dans l'effectif lors des précédentes augmentations de capital réservées (ANC2).....	288
2.2.3. La participation à l'opération dans le cadre du fonds à effet de levier (LEV2)	291
3. Les déterminants de la proportion d'épargne salariale détenue en actions de l'entreprise	292
3.1. Régressions multivariées	293
3.1.1. Evaluation de la qualité globale du modèle	293
3.1.2. Commentaire des résultats	296
3.2. Analyses de variance	298
3.2.1. Le statut marital (MAR).....	298
3.2.2. Présence dans l'effectif lors des précédentes ACRS (ANC2)	300
3.2.3. La participation à l'opération dans le cadre du fonds à effet de levier (LEV2)	303
Conclusion du chapitre	304
CHAPITRE HUITIEME : DISCUSSION DES RESULTATS	306
1. L'étude qualitative exploratoire.....	307
1.1. Une occasion privilégiée de développer l'actionnariat salarié : l'ACRS.....	308
1.2. Le cadre de l'épargne salariale en France	310
1.3. Les caractéristiques des entreprises.....	311
1.4. Les caractéristiques des salariés.....	313
2. Le test quantitatif des hypothèses	314
2.1. Décisions d'investissement des salariés et théorie du portefeuille	315

2.1.1.	Le patrimoine (H.TP.1)	315
2.1.2.	La proportion investie en actionnariat salarié (H.TP.2)	316
2.1.3.	La rémunération fixe annuelle (H.TP.3).....	316
2.1.4.	Le statut marital (H.TP.4).....	317
2.1.5.	L'âge (H.TP.5).....	318
2.1.6.	L'ancienneté (H.TP.6)	319
2.1.7.	Le rang hiérarchique (H.TP.7).....	320
2.1.8.	Les fonds à effet de levier (H.TP.8)	320
2.1.9.	La possibilité de reverser l'épargne salariale déjà constituée (H.TP.9)	321
2.2.	Décisions d'investissement et finance comportementale.....	322
2.2.1.	Le design de l'offre d'épargne salariale (H.FC.1).....	322
2.2.2.	Les gains issus de l'actionnariat salarié (H.FC.2)	323
2.2.3.	Le sexe (H.FC.3)	324
2.2.4.	La présence des salariés lors des augmentations de capital précédentes (H.FC.4)	325
2.2.5.	Les connaissances financières (H.FC.5).....	325
	Conclusion du chapitre	326
	Conclusion de la seconde partie.....	328
	CONCLUSION.....	330
	BIBLIOGRAPHIE	344
	LISTE DES TABLEAUX	356
	LISTE DES FIGURES	360
	ANNEXES	362
	ANNEXE 1 Verbatims des analyses de contenu thématiques.....	364
	ANNEXE 2 Présentation des hypothèses de recherche formulées.....	383
	ANNEXE 4 Analyse des résidus des régressions MCO.....	394
	ANNEXE 5 ANOVA – VD : TOTALAK, VI : TOTALAS2	400
	ANNEXE 6 ANOVA – VD : LEV, VI : ACT.....	401
	TABLE DES MATIERES.....	402

Les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise

RÉSUMÉ

Notre recherche est motivée par un constat. L'actionnariat salarié est une forme d'épargne de plus en plus plébiscitée. La concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié est de plus en plus forte. Ces évolutions traduisent un fait : les salariés confrontés à une offre d'épargne salariale ont tendance à sélectionner l'actionnariat salarié. La forte exposition au risque des salariés actionnaires peut avoir des conséquences pour leur patrimoine et leur emploi. Pour l'entreprise, les coûts de cette exposition au risque peuvent aussi être conséquents. Ces constats nous ont conduit à nous interroger sur les causes des investissements des salariés en actionnaires de leur entreprise. Se faisant, cette recherche tente de répondre à la question : Quels sont les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise ?

Nous nous intéressons pour cela plus particulièrement au cas de l'actionnariat salarié dans le cadre des Plans d'Epargne Entreprise (PEE).

Les études empiriques apportent plusieurs résultats. La phase exploratoire de la recherche indique l'influence du cadre juridique français sur les choix d'investissement des salariés. Elle permet de mettre en lumière quatre groupes de déterminants de l'investissement des salariés en actions de leur entreprise : les augmentations de capital réservées aux salariés, le cadre de l'épargne salariale, les caractéristiques des entreprises et les caractéristiques des salariés. En ce qui concerne les résultats des analyses quantitatives, ils portent sur l'effet de plusieurs variables dépendantes sur trois dimensions de la décision d'investissement des salariés d'une entreprise française cotée. Nous analysons tout d'abord la décision de participer à une augmentation de capital réservée aux salariés. La variable dépendante est la probabilité de participer à l'augmentation de capital réservée aux salariés. Pour les salariés ayant souscrit à l'augmentation de capital, nous étudions ensuite les déterminants du montant investi. La variable dépendante est le montant total de la souscription en actions de l'entreprise. Nous analysons enfin la relation des variables dépendantes avec la concentration en actionnariat salarié de l'épargne salariale totale (Plan d'Epargne Entreprise ou PEE, Plan d'Epargne Retraite Collectif ou PERCO et Compte Courant Bloqué ou CCB). La variable dépendante est alors le pourcentage de l'épargne salariale totale investi en actionnariat salarié après l'augmentation de capital réservée aux salariés. La plupart des résultats obtenus sont significatifs et similaires pour les trois décisions étudiées (participation, intensité de la participation et concentration de l'épargne en actionnariat salarié). Certains résultats divergent cependant et indiquent la nature différente des trois décisions analysées.

MOTS CLÉS : Actionnariat salarié, Plan d'Epargne Entreprise, Augmentation de capital réservée aux salariés.

The determinants of employees' investments in their company share

ABSTRACT

Our research is motivated by an observation. Employee Ownership is a form of savings that is becoming more and more sought after these days. The concentration of the employee savings into employee ownership is becoming stronger. These evolutions translate into a fact: employees facing a savings menu tend to choose Employee Ownership. The high exposure to risk of the employee-shareholders might have some consequence for their assets and their job. For companies, the cost of this exposure to risk can also be high. These observations have led us to wonder about the causes of employees' investments in their company stock. Thus, this research tries to answer the question: Which are determinants of employees' investments in their employer's stock? We will specifically focus on the case of Employee Ownership in the French company savings plan (PEE). We can find several results through the empirical study. The exploratory phase shows the influence of the French legal system on the investment choice of employees. It makes it possible to identify four groups of determinants of employees' investment in their company stock: the employee stock purchase plans, the context of employee savings, the company's and the employees' characteristics. Concerning the results of the quantitative analysis, they deal with the effect of several dependent variables on three dimensions of the employee investment decision of a company that is quoted on the stock exchange. We first of all analyze the decision of participating in the employee stock purchase plan. For those employees who have subscribed to the employee stock purchase plan, we will then study the determinants of the amount invested. The dependent variable is the total amount of the subscription to the company's stocks. Finally, we analyse the relationship between the dependent variables and the exposure to employee ownership. The dependent variable is thus the percentage of the total employee savings invested in employer's stocks after the employee stock purchase plan. Most of the obtained results are significant and similar for the three decisions that have been considered (the participation, the intensity of the participation and the concentration of savings into employee ownership). However, some results diverge indicating the different nature of three decisions that have been analyzed.

KEYWORDS : Employee share ownership, Company savings plan, Employee stock purchase plan.